

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA PODNIKOHOSPODÁŘSKÁ

Stanovení hodnoty výrobního podniku

Determination of the Value of the Manufacturing Company

Student: Bc. Martin Fus

Vedoucí diplomové práce: Ing. Josef Kašík, Ph.D.

Ostrava 2011

Místopřísežně prohlašuji, že jsem celou diplomovou práci včetně příloh
vypracoval samostatně.

V Ostravě dne

.....

(podpis)

Obsah

1	Úvod.....	1
2	Teoreticko-metodologická východiska	3
2.1	Důvody oceňování podniku.....	3
2.2	Hodnota podniku	4
2.3	Kategorie hodnoty	5
2.3.1	Tržní hodnota	5
2.3.2	Subjektivní hodnota	6
2.3.3	Objektivizovaná hodnota	6
2.4	Použití základních přístupů k ocenění	6
2.4.1	Postup při oceňování podniku.....	7
2.4.2	Fáze oceňování podniku	7
2.5	Metody pro finanční ocenění podniku.....	8
2.5.1	Ocenění na základě analýzy výnosů	9
2.5.1.1	Obecná kritéria pro konkrétní modifikaci použitých výnosů.....	9
2.5.1.2	Způsob kalkulace cen	10
2.5.1.3	Způsob kalkulace daní.....	10
2.5.1.4	Metoda diskontovaného čistého cash flow	11
2.5.1.4.1	Vymezení peněžních toků	12
2.5.1.4.1.1	Volný peněžní tok do firmy (FCFF)	13
2.5.1.4.2	Základní tvary modelů DCF.....	14
2.5.1.4.2.1	Model DCF s využitím FCFF	15
2.5.1.4.2.2	Modely DCF s využitím FCFE	17
2.5.1.5	Stanovení diskontní míry pro metodu DCF	19
2.5.1.5.1	Stanovení WACC.....	19
2.5.1.5.1.1	Stavebnicové modely	21
2.5.1.5.1.1.1	Přepočet Ná nezadlužené firmy na Ná zadlužené.	22
2.5.1.6	Metoda kapitalizovaných čistých výnosů	23
2.5.1.6.1	Vlastní postup při metodě KČV	24
2.5.1.7	Kombinované výnosové metody.....	24
2.5.1.8	Metoda ekonomické přidané hodnoty.....	25
2.5.2	Metody založené na analýze trhu.....	26
2.5.2.1	Přímé ocenění z dat kapitálového trhu	27
2.5.2.2	Ocenění metodou tržního porovnání	27
2.5.3	Ocenění na základě analýzy majetku	28
3	Aplikační část.....	29

3.1	Charakteristika podniku.....	29
3.2	Analýza prostředí.....	30
3.2.1	Makroprostředí firmy Isotra, a.s.	30
3.2.2	Mikroprostředí firmy Isotra, a.s.	33
3.2.2.1	Charakteristika odvětví	33
3.2.2.2	Prognóza vývoje odvětví.....	34
3.3	Finanční analýza podniku Isotra, a. s.	36
3.3.1	Horizontální analýza	36
3.3.2	Vertikální analýza	38
3.3.3	Analýza poměrových ukazatelů společnosti Isotra, a.s.....	39
3.3.3.1	Rentabilita	39
3.3.3.2	Aktivita.....	40
3.3.3.3	Zadluženost	42
3.3.3.4	Likvidita	43
3.3.3.5	Důvěryhodnost	44
3.4	Výběr metody pro ocenění podniku Isotra, a.s.	45
3.5	Ocenění podniku Isotra, a.s. metodou DCF entity	46
3.5.1	Finanční plán.....	46
3.5.2	Výpočet hodnoty podniku metodou DCF entity	48
3.5.2.1	Zjištění parametrů WACC	48
3.5.2.2	Hodnota podniku v první fázi	51
3.5.2.3	Shrnutí výsledné hodnoty ocenění podle DCF entity	51
3.6	Ocenění podniku Isotra, a.s. metodou kapitalizovaných čistých výnosů	52
3.6.1	Výpočet trvale odnímatelného čistého výnosu	52
3.6.2	Určení hodnoty vlastního kapitálu metodou KČV.....	53
3.6.3	Závěry k metodě ocenění kapitalizovaných čistých zisků.....	53
3.7	Shrnutí jednotlivých zjištění ocenění při použití různých metod	54
4	Návrhy a doporučení	56
5	Závěr.....	59
	Seznam použité literatury	60
	Seznam zkratk	62
	Prohlášení o využití výsledků diplomové práce	63
	Seznam příloh	64

1 Úvod

Nacházíme se v období jednadvacátého století, ve kterém dochází k mnoha převratným změnám ekonomiky. Téměř každý den či každou chvíli dochází na celém světě k různým akvizicím, fúzím, frančízám a ostatním formám splynutí a slučování podniků. V České republice tomu není jinak a postupně se od devadesátých let zapojují i tuzemské podniky do celosvětového globalizačního procesu. Předpokladem takového slučování podniků v globalizačním procesu je ocenění získané investice. Proto si tedy myslím, že oceňování hraje velmi důležitou roli nejen pro manažery zabývajících se plánováním, ale také pro ostatní aktéry vně podniku.

Porovnávání jednotlivých finančních výkazů firmy s výkazy svých stávajících či potenciálních konkurentů pomáhá vedení společnosti ocenit jejich vlastní výkony a rozpoznávat tak chyby v jejich řízení a rozhodování. Tyto informace využívají také banky, aby rozpoznaly slabé či silné stránky společnosti při rozhodování o poskytnutí úvěru, a investoři při výběru cenných papírů, do kterých je výhodné investovat.

Samotný proces oceňování firmy a zjištění její hodnoty však není jednoduchou oblastí, jelikož vyžaduje jak hojnost teoretických vědomostí o různých metodách, tak znalostí z oblasti praktického řízení podniku. Klíčem k úspěchu úspěšného ocenění je nejenom kvantita, ale také kvalita zpracovávaných informací.

Pro svou diplomovou práci jsem si vybral podnik, ve kterém budu stanovovat jeho hodnotu, společnost Isotra, a.s. Tento podnik je znám nejenom v Moravskoslezském kraji, ale má své jméno i v České republice a ve střední Evropě.

Hlavním cílem mé diplomové práce je stanovení hodnoty výrobního podniku Isotra, a.s. pomocí vybraných metod k 1. lednu 2011.

Podcíle této práce jsou:

1. provedení finanční analýzy podniku Isotra, a.s.:

- analýza poměrových ukazatelů,
- analýza absolutních ukazatelů,

- index důvěryhodnosti,
 - bonitní a bankrotní modely,
2. provedení vybraných metod oceňování podniku,
 3. na základě vyhodnocení ukazatelů a metod stanovit hodnotu podniku,
 4. sdělit výslednou hodnotu podniku představitelům společnosti Isotra, a.s. a navrhnout případná doporučení.

2 Teoreticko-metodologická východiska

2.1 Důvody oceňování podniku

Ocenění samo o sobě je službou, kterou zákazník objednává, protože mu přináší nějaký užitek. Tento užitek může mít různou povahu podle potřeb objednatele a cílů, kterým má ocenění sloužit. Proto rozlišujeme ocenění, která vycházejí z různých podnětů a mohou sloužit k různým účelům. Podněty k ocenění mohou být velmi různorodé. Ocenění potřebujeme při koupi a prodeji podniku, při vstupu nových společníků do společnosti. Neobejdeme se bez něho při fúzích a přeměnách podniků. V důsledku velkého množství podnětů je žádoucí tyto podněty poněkud uspořádat. (Mařík, 2003)

Ocenění podniku může být bráno z více hledisek. Nejdříve se rozlišuje zda ocenění souvisí se změnou vlastnictví podniku nebo nikoliv:

1.) Ocenění související s vlastnickými změnami, např.:

- ❖ Koupě a prodej podniku na základě smlouvy o prodeji podniku dle § 476 Obchodního zákoníku,
- ❖ Ocenění v souvislosti s fúzí dle § 69a Obchodního zákoníku,
- ❖ Nepeněžitý vklad do obchodní společnosti dle § 59 Obchodního zákoníku (jde o konkrétní vklad podniku),
- ❖ Ocenění v souvislosti s nabídkou na převzetí - § 183a.

2.) Ocenění pro případy, kdy nedochází k vlastnickým změnám, např.

- ❖ Změna právní formy společnosti dle § 69d Obchodního zákoníku,
- ❖ Ocenění v souvislosti s poskytováním úvěru (při poskytování úvěru by bylo žádoucí vycházet nejen z účetního pohledu na majetek a závazky, ale zpracovat i reálné ocenění),
- ❖ Ocenění v souvislosti se sanací podniku (z hlediska finančního je podnik vhodné sanovat především tehdy, když je likvidační hodnota podniku nižší než hodnota podniku po sanaci snižená o další nutné kapitálové vklady).

Další členění ocenění může vyplývat z toho, zda jde o ocenění v souvislosti

s transakcí typu nákup a prodej, kde cena za podíly na vlastním kapitálu podniku je placena v hotovosti, anebo ocenění směřující ke stanovení výměnného poměru akcií, který by měl být „vhodný a odůvodněný“ (§220a, odst. 5 OZ). V každém případě by u každého ocenění mělo být jasně řečeno, z jakého podnětu vzniklo, o jakou kategorii hodnoty se jedná a jaká úroveň (hladina) hodnoty má být určena. (Mařík, 2003)

2.2 Hodnota podniku

V ekonomickém smyslu lze hodnotu podniku chápat jako vztah mezi určitým subjektem a objektem za předpokladu racionálního chování. Tato hodnota vyplývá ze dvou základních skutečností hospodářského života:

- ❖ lidské potřeby nemající hranice,
- ❖ omezené zdroje k uspokojení těchto potřeb.

Ekonomická hodnota určitého statku má dvě stránky:

1. užitnou hodnotu,
2. směnnou hodnotu.

Užitná hodnota

Tato hodnota (Utility value) představuje schopnost statku uspokojovat lidské potřeby. Závisí na možnostech využití, preferencích a záměrech konkrétního vlastníka daného předmětu. Existují však různé užitné hodnoty pro různé vlastníky.

Směnná hodnota

Má-li statek užitnou hodnotu a zároveň je k dispozici v omezeném množství, může být předmětem směny a má tedy směnnou hodnotu (Value in exchange). Směnná hodnota vyjádřená v penězích vede k tržní ceně.

Hodnota podniku též závisí na budoucím užítku, který můžeme z držení podniku očekávat. Je tedy dána očekávanými budoucími příjmy (buď na úrovni vlastníků nebo na úrovni všech investorů do podniku) převedenými (diskontovanými) na jejich současnou hodnotu (Present Value). Hodnota podniku není tedy nic jiného než určitá víra v budoucnost podniku, která je vyjádřena v penězích.

2.3 Kategorie hodnoty

Abychom mohli ocenit podnik, měli bychom si odpovědět na několik základních praktických otázek. Jaké je tržní ocenění? Jakou má podnik hodnotu z hlediska konkrétního kupujícího? Jakou hodnotu lze považovat za nespornou? Na základě odpovědí výše uvedených otázek rozlišujeme tři hodnoty (Mařík, 2003):

- ❖ tržní hodnota,
- ❖ subjektivní hodnota,
- ❖ objektivizovaná hodnota.

2.3.1 Tržní hodnota

První z výše uvedených otázek spočívá na představě, že existuje trh s podniky, případně trh s podíly na vlastním kapitálu podniků. Na takovém trhu existuje více prodávajících a také více kupujících. Tržní hodnota aktiva je spíše výrazem uznané použitelnosti než jeho čistě fyzického stavu.

Definice tržní hodnoty: Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi dobrovolným kupujícím a dobrovolným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku. (Mařík, 2003)

Samotný proces oceňování předpokládá, aby oceňovatel provedl odpovídající a relevantní průzkum trhu. Též je nutné zdůraznit, že na kapitálovém a finančním trhu se střetávají investoři z různých teritorií se zcela odlišnými kulturními zvyklostmi a podmínkami. Tržní hodnota tedy vyjadřuje jakési průměrné očekávání trhu ohledně budoucnosti. Proto tuto hodnotu používáme při uvádění firmy na burzu či při prodeji, kdy zatím není znám konkrétní kupující a stávající vlastník chce odhadnout, za kolik by mohl podnik pravděpodobně prodat.

2.3.2 Subjektivní hodnota

Této hodnotě říkáme také investiční hodnota. Trhy pro fixní aktiva jsou odlišné od trhů pro akcie, dluhopisy, atd. Fixní aktiva bývají jedinečná, jelikož se prodávají méně často a na trzích, které jsou méně formální, a tím i méně účinné než u kótovaných cenných papírů. Na podnik jako celek je třeba pohlížet jako na jedinečné a méně likvidní aktivum. Hodnota je pak dána očekávanými užitky z majetku pro konkrétního kupujícího, prodávajícího, stávajícího vlastníka, atd.

Definice subjektivní (investiční) hodnoty: Je to hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investičního majetku. (Mařík, 2003)

2.3.3 Objektivizovaná hodnota

Objektivní hodnota v podstatě neexistuje a začal se používat pojem objektivizovaná hodnota. To z toho důvodu, že subjektivní hodnotu si je často vzdělanější majitel schopen určit sám. Pro odhadce je však výhodnější vycházet z představy objektivizovanější. Proto objektivizovaná hodnota by měla být postavena na všeobecně uznávaných datech a při jejím výpočtu by měly být dodrženy určité zásady a požadavky. Metoda ocenění by měla být jasná a jednoznačná, aby mohl každý znalec nezávisle na jiném dospět při ocenění ke stejným či podobným závěrům či výsledkům. Objektivizované ocenění je převážně založeno na nesporných faktech a na současnosti.

Jeho využití je tedy především při poskytování úvěru nebo při zjišťování současné reálné hodnoty podniku.

2.4 Použití základních přístupů k ocenění

Tržní hodnota se používá zejména při uvádění podniku na burzu či prodeji podniku, kdy zatím není znám konkrétní kupující a stávající vlastník chce odhadnout, za

kolik by mohl podnik pravděpodobně prodat.

Investiční (subjektivní) hodnota je vhodná při koupi a prodeji podniku, kdy daný subjekt potřebuje zjistit, zda je pro něj transakce výhodná nebo při rozhodování mezi sanací a likvidací podniku, kdy má stávající majitel představu, co by byl ještě s podnikem schopen udělat, a zjišťuje, zda by měla firma větší hodnotu, kdyby pokračoval v činnosti a vlastník uplatnil své představy jak jej řídit, nebo zda je větší momentální likvidační hodnota podniku.

Objektivizované ocenění se snažíme uplatnit tam, kde je v popředí zájmu prokazatelnost a současný stav, jako je například při poskytování úvěru či při zjišťování současné reálné hodnoty podniku.

2.4.1 Postup při oceňování podniku

Před zahájením prací na ocenění je nezbytné vyjasnit si, z jakého důvodu bude ocenění prováděno a jaká hodnota by měla být výsledkem ocenění. Volba technik je pak podřízena funkcím, které by ocenění mělo splnit.

Základní postup při oceňování podniku z hlediska potřeb podnikatelů je následovný:

1. Zpracování strategické a finanční analýzy podniku, aby se mohl posoudit jeho celkový stav, konkurenční sílu a postavení na trhu a zejména, aby byl podnik schopen dlouhodobě přežít a tvořit hodnotu.
2. Na základě předchozí analýzy se pak zvolí vhodné metody ocenění.

Bod číslo 1. se považuje za nezbytně nutný bez ohledu na to, jaké metody ocenění budou nakonec použity.

2.4.2 Fáze oceňování podniku

1. Vymezení zadání práce – tento bod obsahuje specifikaci cíle ocenění,
2. Vytvoření pracovního týmu složeného z vedoucího týmu, ze zástupců

poradenské firmy a zástupců podniku,

3. Plán práce – určení závazných termínů prací ve vazbě na cíl a termín řešení,
4. Sběr informací vnějších (analýza makroprostředí a mikroprostředí) i vnitřních (podniková minulost, současnost i budoucnost),
5. Analýza dat – vytvoření finanční a strategické analýzy (3-5 let),
6. Výběr metod ve vazbě na cíl práce,
7. Analýza ocenění – aplikace zvoleného metodického aparátu ve vazbě na účel ocenění,
8. Syntéza výsledků a příprava závěrečného výroku,
9. Výrok o tržní hodnotě podniku k datu ocenění.

2.5 Metody pro finanční ocenění podniku

Finanční ocenění znamená, jakou hodnotu má podnik pomocí určité peněžní částky. Potenciál podniku je oceněn peněžitým ekvivalentem.

Výsledná hodnota se opírá o použití několika oceňovacích metod. V zásadě rozeznáváme čtyři okruhy oceňovacích metod:

1. Ocenění na základě analýzy výnosů (výnosové metody)
 - ❖ Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF),
 - a. FCFF (free cash flow to the firm)
 - b. FCFE (free cash flow to the equity)
 - c. DDM (dividend discount model)
 - d. EVA (economic value addend)
 - e. MVA (market value addend)
 - ❖ Metoda kapitalizovaných čistých výnosů,
 - ❖ Kombinované (korigované) výnosové metody,
 - ❖ Metoda ekonomické přidané hodnoty.
2. Ocenění na základě analýzy trhu (tržní metody)
 - ❖ Ocenění na základě tržní kapitalizace,
 - ❖ Ocenění na základě srovnatelných podniků,

- ❖ Ocenění na základě srovnatelných transakcí,
 - ❖ Ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu.
3. Ocenění na základě analýzy majetku (majetkové ocenění)
- ❖ Účetní hodnota vlastního kapitálu na principu historických cen,
 - ❖ Likvidační hodnota,
 - ❖ Substanční hodnota na principu reprodukčních cen,
 - ❖ Substanční hodnota na principu úspory nákladů.
4. Kombinované metody
- ❖ Metoda vážené střední hodnoty,
 - ❖ Metoda průměrné hodnoty,
 - ❖ Metoda uhrazení zvláštního zisku.

Pro jednotlivá ocenění se volí konkrétní přístupy i jednotlivé metody výpočtu hodnoty. Při subjektivním ocenění je vhodné použít metodu diskontovaných peněžních toků, kterou založíme na peněžních tocích očekávaných konkrétním subjektem. Když chceme vypočítat tržní hodnotu, můžeme použít také metodu diskontovaných peněžních toků, které očekává trh. Pro tento účel se také pracuje s některou metodou tržního porovnání. U objektivizovaného ocenění budou vhodné konzervativnější a z hlediska dat průkaznější metody jako metoda kapitalizovaných čistých výnosů, kombinované metody nebo metody majetkové. Je ovšem možno využít i metodu DCF, pokud budou peněžní toky a diskontní míra stanoveny odpovídajícím způsobem.

2.5.1 Ocenění na základě analýzy výnosů

U této skupiny metod se vychází z důsledného využití poznatku, že hodnota statku je určena očekávaným užitekem pro jeho držitele. Nejsprávnější je považovat za tyto výnosy konkrétně skutečné příjmy plynoucí z oceňovaného statku jeho držiteli.

2.5.1.1 Obecná kritéria pro konkrétní modifikaci použitých výnosů

Hledaná hodnota

1. tržní hodnota – u této hodnoty se ptáme, jaké výnosy u oceňovaného podniku

očekává příslušný trh. Tyto výnosy pak diskontujeme diskontní mírou na úrovni výnosnosti požadované trhem (průměrným investorem),

2. investiční hodnota – zde zjišťujeme, jaké výnosy očekává konkrétní subjekt, a diskontujeme je požadovanou výnosností tohoto konkrétního investora,

3. objektivizovaná hodnota – zde se jedná o výnosy, které budou dosaženy z dnešního hlediska s vysokou pravděpodobností (růstové příležitosti, které se k datu ocenění jeví jako nesporné a doložitelné).

2.5.1.2 Způsob kalkulace cen

Budoucí výnosy kalkulujeme ve stálých cenách a to konkrétně diskontní mírou také očištěnou o inflaci, tj. reálnou mírou. Naopak výnosy vyjadřujeme v běžných cenách. Diskontní míra je pak vyjádřena nominálně, tzn. včetně inflace. Tento princip existuje pro všechny výnosové metody obecně. U kapitalizovaných zisků spíše převládá použití stálých cen. U metody DCF a EVA se používají oba způsoby, avšak doporučuje se dát přednost běžným cenám.

2.5.1.3 Způsob kalkulace daní

Neberou se v potaz žádné daně z příjmů. Velmi důležitá jsou naopak zdanění na úrovni příjmů oceňované společnosti. Způsob kalkulace daní je typický při využití výnosového ocenění, jelikož je nesnadné odhadnout konkrétní zdanění pro nějakého průměrného kupujícího, jehož existence je implicitním předpokladem tržního ocenění. Počítáme jak zdanění na úrovni společnosti, tak daně, které zaplatí na své úrovni subjektu, pro kterého je ocenění určeno. Tento poslední způsob je nejpresnější. (Mařík, 2003)

Rozlišujeme tedy čtyři výnosové metody (Mařík, 2003):

- Metoda diskontovaného čistého cash flow,
- Metoda kapitalizovaných čistých výnosů,

- Kombinované výnosové metody,
- Metoda ekonomické přidané hodnoty.

2.5.1.4 Metoda diskontovaného čistého cash flow

Z hlediska principu je základní výnosovou metodou diskontovaných peněžních toků. Peněžní toky jsou reálným příjmem a tedy reálným vyjádřením užítku z drženého statku, a přesně tedy odrážejí teoretickou definici hodnoty. Nejvíce je tato metoda rozšířena v USA a Velké Británii, ale používá se také v kontinentální Evropě.

Lze rozlišit tři základní techniky pro výpočet výnosové hodnoty metodou DCF:

- Metoda „entity“ (Entity approach), entity = jednotka, zde označuje podnik jako celek,
- Metoda „equity“ (Equity approach), equity = vlastní kapitál,
- Metoda „APV“ (Adjusted present value), upravená současná hodnota.

Smyslem všech těchto metod je zjistit hodnotu „čistého obchodního majetku“ nebo v mezinárodní terminologii hodnotu „vlastního kapitálu“. Jednotlivé metody se však liší podle toho, jak k hodnotě vlastního kapitálu dospějeme.

Metoda DCF entity je považována za základní způsob výpočtu, jelikož vychází z propočtu hodnoty podniku jako celku. Její největší výhodou je možnost použití i v případě oceňování samostatných divizí a při dalších oceňovacích úkolech, kdy potřebujeme znát i hodnotu aktiv jako celku. Výpočet probíhá ve dvou krocích. Nejprve vyjdeme z peněžních toků, které by byly k dispozici jak pro vlastníky, tak pro věřitele, a jejich diskontováním získáme hodnotu podniku jako celku (budeme ji označovat jako H_b , tj. hodnota brutto). Od ní pak v druhém kroku odečteme hodnotu cizího kapitálu ke dni ocenění a získáme tak hodnotu vlastního kapitálu (budeme ji označovat H_n , hodnota netto). Základním znakem této metody je, že bezprostředně výsledkem procesu diskontování peněžních toků je hodnota podniku jako celku. Podnik jako celek, jako entita, je ovšem chápán nikoliv na úrovni bilanční sumy, nýbrž právě na úrovni investovaného kapitálu.

Při použití metody DCF equity vyjdeme z peněžních toků, které jsou k dispozici

pouze vlastníkům podniku. Jejich diskontováním získáme přímo hodnotu vlastního kapitálu (H_n).

Metoda DCF APV opět dělí výpočet do dvou kroků jako metoda DCF entity. V prvním kroku se zjišťuje hodnota podniku jako celku (H_b), ale v tomto případě jako součet dvou položek – hodnoty podniku za předpokladu nulového zadlužení a současné hodnoty daňových úspor z úroků. Ve druhém kroku se pak odečte cizí kapitál a výsledkem je hodnota netto.

Investovaný kapitál

Výchozím bodem pro výpočet investovaného kapitálu je rozvaha, kterou upravíme ve dvou směrech (Mařík, 2003):

- První úprava plyne z potřeby určit náklady na tento investovaný kapitál,
- Druhá úprava bilanční sumy spočívá v rozčlenění aktiv na provozně nutná a nepotřebná.

2.5.1.4.1 Vymezení peněžních toků

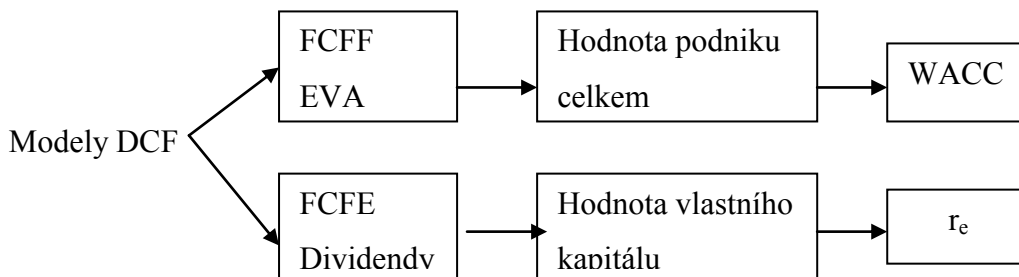
Modely DCF mohou pracovat s rozdílnými peněžními toky, jak je uvedeno výše. Z hlediska specifikace peněžního toku rozlišujeme tyto možnosti podle určení:

- Pro věřitele a akcionáře – peněžní tok do podniku jako celku (FCFF – free cash flow to the firm, tj. volný peněžní tok pro akcionáře a věřitele),
- Pro akcionáře – FCFE – free cash flow to the equity,
- Dividenda – zvláštní případ peněžního toku pro akcionáře, (DDM – dividend discount model, tj. dividendový diskontní model),
- EVA – peněžní tok, který převyšuje oportunitní náklad akcionáře a tím zabezpečuje růst jeho bohatství,
- MVA – tržní hodnota podniku.

Výběr peněžního toku se promítá ve vypovídací schopnosti výsledné hodnoty

následujícím způsobem, viz Obr. 1:

Obr. 1 – Modely DCF



Zdroj: Kislingerová, 1999

Kde: WACC – průměrné vážené náklady kapitálu,

r_e – náklady vlastního kapitálu.

2.5.1.4.1.1 Volný peněžní tok do firmy (FCFF)

Free cash flow to the firm představuje veškeré peněžní toky, které podnik generuje, a to jak pro věřitele, tak i pro akcionáře. Hodnota FCFF představuje peněžní tok, z něhož budou, po zajištění rozvoje a dalšího fungování podniku (investice a změna pracovního kapitálu), uspokojeny nároky akcionářů a věřitelů. Zahrnuje veškeré peněžní toky do podniku a explicitně neurčuje, pro koho budou určeny. V podmínkách našich podniků je tento tvar výhodnější, neboť v sobě obsahuje i toky pro věřitele.

Podrobné schéma výpočtu FCFF a korigovaného provozního výsledku hospodaření je uveden v příloze č. 5.

Zkrácený výpočet FCFF:

$$\text{FCFF}_t = \text{EBIT}_t \times (1 - T) + \text{ODP}_t - \Delta \text{WC}_t - \text{Investice}_t \quad (2.1)$$

kde:

FCFF_t je volný peněžní tok do firmy,

EBIT_t – zisk před úhradou daní a úroků,

T – sazba daně z příjmů,

ODP_t – odpisy,

ΔWC_t – změna čistého pracovního kapitálu (OA - KZ).

Volný peněžní tok do vlastního kapitálu (FCFE)

U FCFE, peněžního toku do vlastního kapitálu, rozlišujeme dvě situace, a sice variantu jedna, kdy podnik je financován pouze vlastním kapitálem (podnik bez finanční páky – financial leverage), pak propočet je shodný s výše uvedeným tvarem vzorce pro výpočet FCFF. Jinak tomu však bude, jestliže firma, kromě vlastního kapitálu, je financována ještě dluhem, což znamená, že v peněžním toku se musí odrazit snížení peněžního toku o část, která je určena věřitelům. Tento propočet je uveden v příloze č. 5.

Zkrácená verze výpočtu FCFE:

$$FCFE_t = EBIT_t \times (1 - T) + ODP_t - \Delta WC_t - INV_t - SPL_t \quad (2.2)$$

kde:

$FCFE_t$ – volný peněžní tok do vlastního kapitálu,

SPL_t – splátka jistiny věřitelům,

T – sazba z daně z příjmů,

ODP_t – odpisy,

ΔWC_t – změna čistého pracovního kapitálu,

INV_t – investice,

SPL_t – splátka úvěru.

Rozdíl proti free cash flow to the firm bez leverage spočívá v daňovém štítu z úroků, jenž se vypočte jako sazba daně z příjmů násobenou úroky (Kislingerová, 1999).

2.5.1.4.2 Základní tvary modelů DCF

Jednotlivé modely DCF (Discount Cash Flow) dávají odpověď na otázku, jak diskontovat. Při výběru vhodného modelu je třeba zvažovat níže uvedené skutečnosti:

- Možnost spolehlivě určit budoucí výnos a jeho charakter,

- Posouzení růstové míry jednak v relaci k nominální růstové míře hospodářství jako celku a jednak v relaci v oboru z pohledu času,
- Promítnutí výše uvedených skutečností do míry investic a jejich následné porovnání s úrovní odpisů.

Pro diskontování peněžního toku vyjdeme nejprve z nejobecnějšího tvaru modelu (Kislingerová, 1999):

$$H = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t} \quad (2.3)$$

kde:

H – hodnota,

CF_t - peněžní tok v čase t,

r – diskontní míra odrážející rizikovost peněžního toku v čitateli.

Rozlišujeme tyto tři základní tvary modelů:

1. Stablní růst (příloha č. 6),
2. Dvoufázový výpočet (příloha č. 6),
3. Třífázový výpočet (příloha č. 6).

Výše uvedené základní tvary udávají, že při práci s modely DCF rozlišujeme jednotlivé fáze, které se liší především tempem růstu podniku. Není však známé pravidlo, které by stanovilo, jak určit správně délku jednotlivých fází. Délka první fáze je označována jako CAP (competitive advantage period). Jedná se o období, kdy podnik dosahuje vyšší výnosnosti, než jsou náklady na kapitál. Když dojde k rovnosti obou veličin, nastává období stabilizace.

2.5.1.4.2.1 Model DCF s využitím FCFF

Je patrné, že k vymezení peněžního toku budeme pracovat rovněž se dvěma modely pro oceňování, a to jednak s modelem, který v čitateli bude pracovat s peněžním tokem pro firmu jako celek (FCFF). Pak musí i diskontní míra odrážet skutečnost, že peněžní tok je určen jak věřiteli, tak akcionáři. Diskontní míra tedy musí být stanovena pomocí modelu vážených nákladů kapitálu, tzv. WACC (Kislingerová, 1999):

$$H_b = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} \quad (2.4)$$

kde:

H_b = hodnota podniku celkem,

$FCFF_t$ je volný peněžní tok do firmy v čase t ,

n – počet období,

$WACC$ – průměrné vážené náklady kapitálu.

Jestliže se bude jednat o stabilní růstový model, využijeme vzorec:

$$H_b = \frac{FCFF_1}{WACC - g_n} \quad (2.5)$$

kde:

H_b = hodnota podniku celkem,

$FCFF_1$ je volný peněžní tok na konci prvního období,

g_n - tempo růstu udržitelné do nekonečna.

Dvoufázový propočet

$$H_b = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{FCFF_{n+1}}{(WACC - g_n)} \times (1 + WACC)^{-n} \quad (2.6)$$

Hodnota druhé fáze může být propočtena i podle jiných parametrů. Je nezbytné vycházet vždy z konkrétní situace, která se vztahuje k podniku. Pro stanovení hodnoty druhé fáze lze například vyjít z tržních násobitelů, obvykle se pracuje s některým z výnosů, např. EBITu nebo EBDITu, a hodnota druhé fáze se vypočte jako násobek, tj. např. desetinásobek (viz např. doporučení Ciarana Walsche). Tvar uvedený zde je vlastně Gordonův model převedený na současnou hodnotu k okamžiku ocenění. Model DCF pracující na bázi čitatele ve tvaru FCFF se jeví pro podmínky České republiky jako nejvhodnější. Argumenty spočívají především ve skutečnosti, že FCFF zahrnuje veškeré peněžní toky (pro akcionáře i věřitele). Stejně tak jmenovatel je stanoven na

bázi WACC, což jsou průměrné náklady na kapitál. Protože podniková sféra prochází procesem transformace na nové podmínky, jeví se jako vhodnější využít právě tento tvar modelu, i když v našich podmínkách nejsou splněny všechny předpoklady pro jeho využití. Zde snad za zmínku stojí především propočet WACC, který se opírá o hypotézu, že průměrné náklady na kapitál jsou odrazem svobodných a racionálních rozhodnutí managementu podniků a zájmů investorů na kapitálovém trhu. U nás je zatím kapitálová struktura spíše, než aby byla výrazem výše uvedených rozhodovacích procesů na obou stranách, ovlivněna jednak privatizačními projekty, jednak současnou situací omezené dostupnosti volného kapitálu pro podnikovou sféru. Lze však očekávat, že do budoucna se i podmínky v ČR přiblíží obvyklé úrovni.

V případě použití FCFF z logiky věci plyne, že výsledkem je ocenění podniku jako celku. V případě, že potřebujeme zjistit hodnotu vlastního kapitálu, je nutné od výsledné hodnoty získané propočtem odečíst nominální hodnotu zpoplatněných cizích zdrojů ke dni ocenění (Kislingerová, 1999).

2.5.1.4.2.2 Modely DCF s využitím FCFE

Jedná se o druhou možnost, jaký budoucí výnos do modelu DCF použít. FCFE, jak již bylo řečeno, představuje peněžní toky pro akcionáře. Tím se zásadně liší od FCFF. Tento peněžní tok je spojen s odlišnou mírou rizika, riziko je v tomto případě vyšší. Tato skutečnost se musí odrazit i ve stanovení diskontní míry, která musí být v relaci právě s rizikovostí peněžního toku (Kislingerová, 1999):

$$H_{VK} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{(1 + r_e)^t} \quad (2.7)$$

$$H_{VKP} = \frac{FCFE_1}{r_e - g_n} \quad (2.8)$$

Dvoufázový propočet

$$H_{VKP} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{(1 + r_e)^t} + \frac{FCFE_{n+1}}{(r_e - g_n)} \times (1 + r_e)^{-n} \quad (2.9)$$

kde:

H_{VK} = hodnota vlastního kapitálu,

H_{VKP} = hodnota vlastního kapitálu podniku,

$FCFE_n$ = volný peněžní tok pro akcionáře v čase t ,

$FCFE_1$ = volný peněžní tok pro akcionáře v prvním roce,

r_e = náklady vlastního kapitálu,

g_n - tempo růstu udržitelné do nekonečna.

V tomto případě je důležité upozornit, že model pro FCFE bude mít shodně stanovenou příslušnou diskontní míru v případě, kdy v čitateli nebude FCFE, ale dividendy, která bude zvláštním případem modelu FCFE. Diskontní míra pro FCFE musí odrážet požadovanou míru výnosu akcionáře a odráží rizikovost peněžního toku v čitateli. Důležité je nezaměňovat přístup ke stanovení diskontní míry, neboť tak by došlo k chybnému výsledku. Platí totiž, že WACC je vždy nižší než hodnota k_e , neboť v propočtu se odráží jednak rozdílné riziko různých peněžních toků, jednak i skutečnost, že úrok pro podnik představuje náklad, který zahrnuje do nákladů, a proto snižuje základ pro výpočet daně z příjmů. Vzniká tedy úrokový daňový štít:

$$\dot{u} \times (1 - t) \quad (2.10)$$

kde:

\dot{u} je úrok,

t je sazba daně z příjmů.

Modely pracující s FCFE používáme v praxi tehdy, jestliže se jedná o podniky s ustálenou finanční pákou, tj. se stabilizovanou strukturou financování, jestliže lze FCFE stanovit předem s potřebnou mírou spolehlivosti. FCFF využíváme všude tam, kde v době ocenění v podniku lze pozorovat relativně vysokou finanční páku, která se v průběhu zahrnovaného období mění, a rovněž v této souvislosti lze očekávat zásadnější změny v diskontní míře. Toto je typický případ většiny českých podniků, které procházejí, procházejí nebo budou procházet procesem restrukturalizace, apod.

2.5.1.5 Stanovení diskontní míry pro metodu DCF

Ačkoliv to není zcela přesné, považujeme metodu diskontovaných peněžních toků za typicky americkou metodu oceňování, která odráží specifické podmínky ve Spojených státech. Tato skutečnost se odráží i ve způsobech, jak stanovit diskontní míru.

Nejdříve je však připomenout, že volba konkrétního postupu pro stanovení diskontní míry závisí na tom, jakou použijeme variantu metody DCF. Použijeme-li ocenění na bázi (Mařík, 2003):

- DCF entity – vycházíme z peněžních toků do firmy, tj. pro vlastníky a věřitele. Pak je třeba stanovit diskontní míru na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC),
- DCF equity – vycházíme z peněžních toků pro vlastníky – FCFE. Pak je úroková míra dána odhadem nákladů na vlastní kapitál při konkrétní úrovni zadlužení,
- DCF APV – vycházíme z peněžních toků pro firmu se zvlášť vyčleněnou hodnotou daňového štítu, pak:
 - Pro určení hodnoty firmy použijeme diskontní míru na úrovni nákladů vlastního kapitálu při nulovém zadlužení,
 - Určujeme-li hodnotu daňového štítu z ročních daňových úspor, diskontujeme daňové úspory úrokovou mírou odpovídající nákladům cizího kapitálu.

2.5.1.5.1 Stanovení WACC

Jak již bylo napsáno výše, průměrné vážené náklady kapitálu (Weighted Average Costs Capital), se používají při stanovení diskontní míry pro metodu DCF – entity. Náklady kapitálu zde odpovídají příjmům, které investoři očekávají ze svých investic do firmy a tomu odpovídajícímu riziku.

$$WACC = n_{CK} \times (1 - d) * \frac{CK}{K} + n_{VK(Z)} \times \frac{VK}{K} \quad (2.11)$$

kde:

n_{CK} = očekávaná výnosnost do doby splatnosti u cizího kapitálu vloženého do podniku (náklady na cizí kapitál),

d = sazba daně z příjmu platná pro oceňovaný subjekt,

CD = tržní hodnota cizího kapitálu vloženého do podniku (ale pouze úročeného),

$n_{VK(Z)}$ = očekávaná výnosnost vlastního kapitálu oceňovaného podniku (náklady na vlastní kapitál) při dané úrovni zadlužení podniku,

VK = tržní hodnota vlastního kapitálu,

K = celková tržní hodnota investovaného kapitálu, $K = VK + CK$.

Cizí kapitál může zahrnovat všechny možné položky:

- Bankovní úvěry,
- Obligace všeho druhu,
- Leasingové financování,
- Jiné druhy úvěrů.

Do cizího kapitálu se však v tomto případě nezahrnují neúročená pasiva, jako jsou například závazky vůči dodavatelům. Předpokládá se, že platby za tyto závazky jsou obsaženy v provozních peněžních tocích (jsou částí placených cen).

Je třeba zdůraznit, že podíl na celkovém investovaném kapitálu je třeba počítat na základě tržních hodnot. Nikoliv tedy hodnot účetních. Jinak dochází ke značnému zkreslení.

Postup při výpočtu nákladů celkového kapitálu lze rozdělit do čtyř kroků:

1. Určíme váhy jednotlivých složek kapitálu na celkovém investovaném kapitálu.
2. Určíme náklady na cizí kapitál.
3. Určíme náklady na vlastní kapitál.
4. Propočteme průměrné vážené náklady kapitálu.

2.5.1.5.1.1 Stavebnicové modely

Tato druhá varianta výpočtu WACC se používá v zemích, kde ještě není zcela rozvinutý kapitálový trh, kde tržní ekonomika funguje krátkou dobu a nelze tedy použít model CAPM či arbitrážní model. Problém nastává v případě určení koeficientu β u firem, jejichž akcie nejsou obchodovány na kapitálovém trhu. Pomocí tohoto modelu se náklady na vlastní kapitál stanovují jako součet výnosnosti bezrizikového aktiva a rizikových premií. Ty se přitom odvozují z účetních dat a nikoli z kapitálového trhu (Dluhošová, 2006).

Náklady celkového kapitálu nezádlužené firmy určíme následovně:

$$WACC_U = R_f + R_{podnikatelské} + R_{finanční\ stability} + R_{LA}, \quad (2.12)$$

kde $WACC_U$ jsou celkové náklady kapitálu nezádlužené společnosti, R_f je bezriziková úroková míra, R_{LA} je riziková přírážka za velikost podniku, $R_{podnikatelské}$ je riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko, $R_{finanční\ stability}$ je riziková přírážka za riziko vyplývající z finanční stability.

Bezrizikovou úrokovou míru R_f zjistíme jako průměrný výnos státních dluhopisů.

Riziková přírážka za velikost podniku R_{LA} se zjišťuje podle velikosti úplatných zdrojů. Jsou-li vyšší než 3 mld. Kč, pak R_{LA} je rovna 0%. Jsou-li úplatné zdroje menší než 100 mil. Kč, pak R_{LA} se rovná 5%. Pohybují-li se úplatné zdroje v rozmezí mezi 3 mld. Kč a 100 mil. Kč, pak rizikovou přírážku vypočteme dle vzorce:

$$R_{LA} = \frac{(3\text{ mld. Kč} - UZ)^2}{168,2}, \quad (2.13)$$

kde UZ jsou úplatné zdroje.

Stanovení rizikové přírážky $R_{podnikatelské}$, jež charakterizuje produkční sílu podniku, je závislé na ukazateli EBIT/A, který je porovnáván s ukazatelem X1 vyjadřujícím nahrazování úplatného cizího kapitálu vlastním kapitálem. X1 je definován následovně:

$$X1 = \frac{(VK + BU + O)}{A} \times \frac{\dot{U}}{BU + O}, \quad (2.14)$$

kde VK je vlastní kapitál, BU jsou bankovní úvěry, O představuje obligace, A jsou aktiva firma a Ú jsou nákladové úroky.

Pokud je:

- $EBIT/A > X1$, pak $R_{podnikatelské} = 0\%$,
- $EBIT/A < 0$, pak $R_{podnikatelské} = 10\%$,
- $EBIT/A \geq 0$ a zároveň $EBIT/A \leq X1$, pak $R_{podnikatelské} = \frac{\left(X1 - \frac{EBIT}{A}\right)^2}{(10 \times X1^2)}$.

Stanovení rizikové přírážky finanční stability na bázi likvidity $R_{\text{finanční stability}}$ vychází z ukazatele celkové likvidity $\frac{OA}{\text{krátkodobé závazky}}$, přičemž je stanovena mezní hodnota likvidity XL. Pokud průměr průmyslu je větší než 1,25, pak XL = průměr průmyslu. Je-li celková likvidita podniku $> XL$, pak $R_{\text{finanční stability}} = 0\%$. Je-li celková likvidita $< XL$, propočte se $R_{\text{finanční stability}}$ takto:

$$R_{finstab} = \frac{(XL - \text{celková likvidita})^2}{(XL - 1)^2}. \quad (2.15)$$

2.5.1.5.1.1.1 Přepočet nákladů nezadlužené firmy na náklady zadlužené.

Princip přepočtu nákladů nezadlužené firmy na náklady zadlužené firmy spočívá v zohlednění úplatných cizích zdrojů a daňového štítu.

Náklady celkového kapitálu zadlužené firmy spočítáme takto:

$$WACC_L = WACC_U \times \left(1 - \frac{UZ}{A} \times d\right), \quad (2.16)$$

kde $WACC_L$ jsou celkové náklady kapitálu zadlužené firmy, UZ jsou úplatné cizí zdroje a d je daňová sazba.

2.5.1.6 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Metodou kapitalizovaných čistých výnosů se má na mysli oceňovací postup, který byl vypracován a je používán v německy mluvících zemích a je zde označován jako Ertragswertfahren – tedy jako postup vedoucí ke zjištění výnosové hodnoty.

Tato metoda je tzv. netto (nebo též „equity“), tj. výnosovou hodnotu počítáme z výnosů pouze pro vlastníky (držitele) vlastního kapitálu a výsledkem je tedy také přímo hodnota vlastního kapitálu. Dále je třeba poznamenat, že jsou rozlišovány dvě základní varianty metody kapitalizovaných čistých výnosů, a to v závislosti na tom, jak jsou chápány tyto čisté výnosy (Mařík, 2003):

Varianta 1

Jedná se o variantu, která je rozšířena v akademických kruzích a vychází z toho, že čistý výnos podniku má být určován na základě rozdílů mezi příjmy a výdaji, tedy peněžních toků. To znamená, že tuto variantu metody kapitalizovaných čistých výnosů je možno prakticky ztotožnit s metodou DCF equity.

Varianta 2

Je to „varianta praktiků“, protože byla zpracována institutem auditorů. Její základní odlišnost od první varianty spočívá v tom, že čistý výnos je odvozován především z upravených výsledků hospodaření, tedy z rozdílů účetně chápaných (byť upravených) výnosů a nákladů. Základní rozdíl mezi oběma přístupy je pak v tom, že v rámci výpočtu volných peněžních toků můžeme bezprostředně do základu ocenění promítat přímo investiční výdaje a časový okamžik, kdy pravděpodobně nastanou. Tento přístup zvyšuje přesnost zjištěné hodnoty podniku, protože přesně odpovídá teoretickému vymezení hodnoty jako současné hodnoty budoucích čistých příjmů z oceňovaného aktiva, v tomto případě tedy podniku. Tato výhoda je však relativní v tom smyslu, že plánování investic je v rámci finančního plánu asi tou nejobtížněji prognózovatelnou položkou. Zvláště když si uvědomíme, že účinné zahrnutí investičních výdajů vyžaduje jejich plánování na dobu životního cyklu dlouhodobého hmotného majetku, což u průmyslových podniků může být například řádově deset let i více.

2.5.1.6.1 Vlastní postup při metodě kapitalizovaných čistých výnosů (KČV)

1. Analýza a úprava dosavadních výsledků podniku,
2. Prognóza budoucích čistých výnosů a propočet finanční potřeby a korekce čistých výnosů,
3. Odhad kalkulované úrokové míry,
4. Vlastní propočet výnosové hodnoty analytickou nebo paušální metodou.

2.5.1.7 Kombinované výnosové metody

Zde se jedná o metody, které kombinují majetkové a výnosové ocenění. Někdy se pro ně používá také pojem korigované výnosové metody (Mařík, 2003). Rozlišujeme tyto dvě metody:

- Metoda střední hodnoty (Schmalenbachova metoda)

Je to metoda, která vychází z praxe a je značně oblíbená u praktiků, avšak teoretické zdůvodnění nemá. Známe-li výnosovou hodnotu (V) a hodnotu substanční založenou na reprodukčních cenách (S), vypočteme hodnotu podniku (H) jako průměr:

$$H = \frac{V + S}{2} \quad (2.17)$$

Výnosová hodnota bývá pro tyto účely propočtena pomocí metody KČV. V různých odvětvích má však substanční hodnota různý význam. Proto není správné používat vždy jen prostý průměr. Možnost diferencovat váhy pro různá odvětví poskytuje výraz:

$$H = \frac{x_1 \times V + x_2 \times S}{x_1 + x_2}, \quad (2.18)$$

kde:

x_1 a x_2 = zvolené váhy pro obě veličiny.

- Metoda kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů

Celková hodnota podniku se v této metodě skládá z hodnoty substance a hodnoty „firmy“. Hodnota „firma“ je zde chápána jako rozdíl mezi výnosovou hodnotou a substanční hodnotou. Charakteristickým rysem hodnoty „firmy“ je skutečnost, že se nikde přímo nematerializuje. Vyjadřuje takové hodnoty jako stálý okruh zákazníků, účinný systém řízení apod.

V této metodě můžeme spočítat přímo hodnotu „firmy“. Pod pojmem mimořádný čistý výnos rozumíme rozdíl mezi celkovým čistým výnosem (ČV) podniku a čistým výnosem, který bychom měli dostat při normálním zúročení (i_k) vloženého kapitálu. Vložený kapitál vyjadřuje substanční hodnota založena na reprodukčních cenách, v tomto případě substanční hodnota netto (S_n). Hodnota vlastního kapitálu podniku (H_n) při trvale dosahovaném mimořádném čistém výnosu je:

$$H_n = S_n + \frac{\check{V} - i_k \times S_n}{i_{k2}}, \quad (2.19)$$

kde:

i_{k2} = vyšší úroková míra (předpokládá se, že riziko spojené mimořádným čistým výnosem kalkulované v nákladech vlastního kapitálu je pro investora vyšší, než riziko spojené s obvyklým zhodnocením vloženého kapitálu.

2.5.1.8 Metoda ekonomické přidané hodnoty

Tento pojem (economic value addend – EVA) se v posledních letech stále více prosazuje jak v ekonomické teorii, tak v ekonomické praxi podniků v zemích s vyspělou tržní ekonomikou. EVA je veličina, kterou lze využít jako nástroj finanční analýzy, řízení podniku a oceňování podniku. V podstatě tento ukazatel vypovídá o výnosnosti podniku a překonává nedostatky ukazatelů, které se dosud pro tento účel běžně používaly.

Zavedení ukazatele ekonomické přidané hodnoty bylo vyvoláno potřebou najít ekonomický ukazatel, který by:

- Vykazoval co nejvyšší vazbu na hodnotu akcií (shareholder value). Tato vazba by měla být prokazatelná statistickými propočty,
- Umožňoval by využít co nejvíce informací a údajů poskytovaných účetnictvím včetně ukazatelů, které jsou na účetních údajích postaveny. Tento požadavek směřuje jednak ke snížené pracnosti propočtu a jednak ke zvýšení komunikativnosti s dosavadní praxí,
- Překonával dosavadní námitky proti účetním ukazatelům postihujícím finanční efektivnost. Především je třeba, aby zahrnoval kalkulaci rizika,
- Umožňoval hodnocení výkonnosti a zároveň i ocenění podniků (Mařík, 2003).

Základním principem EVA je, že měří ekonomický zisk. Ekonomický zisk v tomto pojetí přitom podnik dosahuje tehdy, když jsou uhrazeny nejen běžné náklady, ale i náklady kapitálu, a to na rozdíl od účetního zisku včetně nákladů na vlastní kapitál.

$$EVA = NOPAT - Capital \times WACC, \quad (2.20)$$

kde:

NOPAT = net operating profit after taxes, tj. zisk z operační činnosti podniku (zisk z hlavního provozu podniku) po dani,

CAPITAL = kapitál vázaný v aktivech, která slouží operační činnosti podniku, tj. aktivech potřebných k hlavnímu provozu podniku. V konceptu ekonomické přidané hodnoty pak tento obecný výraz bývá nahrazen speciálním termínem NOA (net operating assets – čistá operační aktiva),

WACC = průměrné vážené náklady kapitálu (weighted average cost of capital).

2.5.2 Metody založené na analýze trhu

Tyto metody jsou běžnému občanovi nejbližší. Pokud má v úmyslu něco prodat, obvykle potřebuje zjistit, kolik asi lze rozumně požadovat. Nejjednodušší způsob je ptát se, za kolik se v daném období daná věc obvykle prodává. Jedná-li se o běžně obchodovaný statek s omezeným rozptylem vlastností, nečiní ocenění žádné větší potíže. Podmínkou ovšem je značná četnost případů a omezený rozptyl vlastností, které mají na cenu výraznější vliv. U podniků můžeme rozeznat dvě základní situace (Mařík, 2003):

1. Přímé ocenění na základě dat kapitálového trhu,
2. Ocenění metodou tržního porovnání.

2.5.2.1 Přímé ocenění z dat kapitálového trhu

V případě podniku se jedná často o situaci, kdy chceme ocenit akciovou společnost, jejíž akcie jsou běžně obchodovány. To znamená, že je k dispozici tržní cena akcií. Zdánlivě stačí vynásobit aktuální cenu počtem akcií. Získáme tzv. tržní kapitalizaci, která bývá často ztotožňována s tržní hodnotou podniku. Ve skutečnosti se však obě veličiny zpravidla liší. První zdroj této odlišnosti je cena akcie. Pro tržní hodnotu nelze automaticky vzít poslední tržní cenu a nebrat v úvahu její volatilitu. V praxi se proto vychází z průměrné ceny za poslední období. Délka tohoto období je však již věcí zkušenosti oceňovatele a charakteru trhu. Druhou možnou příčinou odlišností je v obecné rovině vztah mezi mezní a průměrnou hodnotou. Aktuální tržní cena je obvykle výsledkem prodeje zlomku celkového počtu akcií. Nelze jednoznačně předpokládat, že při prodeji sto procent akcií by cena byla v daný okamžik stejná (Mařík, 2003).

2.5.2.2 Ocenění metodou tržního porovnání

Ocenění vyvozené z aktuálních cen vlastních akcií však u nás i v Evropě připadá v úvahu jen pro omezený počet akciových společností. Pokud však potřebujeme ocenit jinou než akciovou společnost, jsme odkázáni na metodu tržního porovnání. Obecně to znamená, že tržní hodnotu aktiva odvozujeme z informací o konkrétních cenách nebo tržních hodnotách obdobných aktiv. Metodu lze uplatnit jen tehdy, jsou-li rozdíly mezi aktiva malé. Metoda tržního porovnání je uplatňována ve třech rovinách (Mařík, 2003):

- a) Metoda srovnatelných podniků (simile public company method) – jde o srovnání s podobnými podniky, u kterých je známá cena jejich obchodovaných akcií.
- b) Metoda srovnatelných transakcí (recent acquisitions method) – srovnání s podobnými podniky, které byly jako celek předmětem transakcí a známe

tedy jejich realizační cenu.

- c) Srovnání s podobnými podniky, jejichž podíly byly oceňovány pro vstup na burzu (initial public offerings).

2.5.3 Ocenění na základě analýzy majetku

Ocenění na základě této metody vede ke zjištění majetkové podstaty podniku, kterou často označujeme jako substanci neboli substanční hodnotu. Substanční hodnota je zde pojímána jako zastřešující pojem pro všechny varianty „majetkového“ ocenění. Princip majetkového ocenění je jednoduchý a obecně srozumitelný. Majetková hodnota podniku je definována jako souhrn individuálně oceněných položek majetku. Od tohoto souhrnu je pak odpočtena suma individuálně oceněných závazků. Velikost majetkového ocenění je tak dána především množstvím a strukturou položek majetku a pravidly pro jeho ocenění. Substanční hodnota by měla zahrnovat všechny položky majetku, na které byly vynaloženy výdaje a od kterých lze očekávat příspěvek k výsledkům hospodaření podniku.

Majetkové ocenění lze členit v závislosti na tom, podle jakých zásad a předpokladů budeme oceňovat jednotlivé složky majetku. Prvním kritériem bude, zda předpokládáme další pokračování podniku, tj.:

- Vycházíme z předpokladu trvalé existence podniku, tj. going concern principu. Tím se dostáváme k ocenění především na principu reprodukčních cen.
- Nepředpokládáme dlouhodobější existenci podniku, čímž se dostáváme k likvidační hodnotě.

Hlavní položky podnikového majetku:

- Nemovitosti a nehmotný majetek,
- Stroje a strojní zařízení,
- Zásoby a cizí pasiva,
- Pohledávky,
- Finanční aktiva a časové rozlišení.

3 Aplikační část

3.1 Charakteristika podniku

Podnik Isotra, a.s., který jsem si vybral jako subjekt pro zpracování své diplomové práce, byl založen v Bolaticích v roce 1992 společníky Ing. Erichem Stavařem a Ing. Bohumírem Blachutem. Počáteční aktivitou byl velkoobchod s těsněním do oken (včetně realizace montáží). Název Isotra vznikl od slova izolace ISO a jako trade (obchod) TRA. Velký zájem klientů o žaluzie po roce 1993 způsobil rozšíření podnikatelských aktivit nejprve o montáže žaluzií a následně i o jejich výrobu. Neustálá snaha o zdokonalování produktů a služeb vedla v roce 1995 k rozhodnutí vyrábět vlastní komponenty k žaluziím a ostatním výrobkům stínící techniky. Obrovská vůle neustále vyvíjet a hledat nová technická řešení způsobila, že tato společnost dnes disponuje vlastním vývojovým pracovištěm, projekční kanceláří, moderní nástrojárnou, lisovnou termoplastů a rozsáhlými výrobními provozy.

Výrobní program Isotra, a.s. tvoří interiérové žaluzie, žaluzie s řetízkovým ovládáním, vertikální žaluzie, textilní rolety, exteriérové žaluzie, předokenní rolety, sítě proti hmyzu, dřevěná eurookna, střížné nástroje a technologicky náročné válcovací tratě pro výrobu profilů a lamel k žaluziím. Isotra tak nabízí kromě hotových výrobků i dodávky komponentů a kompletních technologií potřebných pro výrobu celé škály produktů stínící techniky. Společnost je držitelem certifikátu kvality ČSN EN ISO 9001:2001.

Isotra, a.s. se od roku 2000 opakovaně účastní největšího světového veletrhu stínící techniky R+T ve Stuttgartu, na kterém pravidelně představuje nová technická řešení a luxusnější typy žaluzií. Ve svém oboru dosáhla společnost mnoha úspěchů. Jednou z posledních novinek, kterou uvedla na trh, je unikátní model ISOTRA ENERGY – interiérová žaluzie, která ke svému pohonu využívá fotovoltaických článků a sluneční energii. Tímto posouvá vývoj v oblasti žaluzií do nové dimenze. Společnost Isotra, a.s. nyní sídlí na adrese Bílovecká 2411/1, Opava 746 01 a je vnímána jako jeden z technologických lídrů v oboru stínící techniky, zaměstnává bezmála 500 zaměstnanců a exportuje své výrobky do 30 zemí světa. Přehled základních ukazatelů společnosti Isotra, a.s. je uveden v příloze č. 9.

3.2 Analýza prostředí

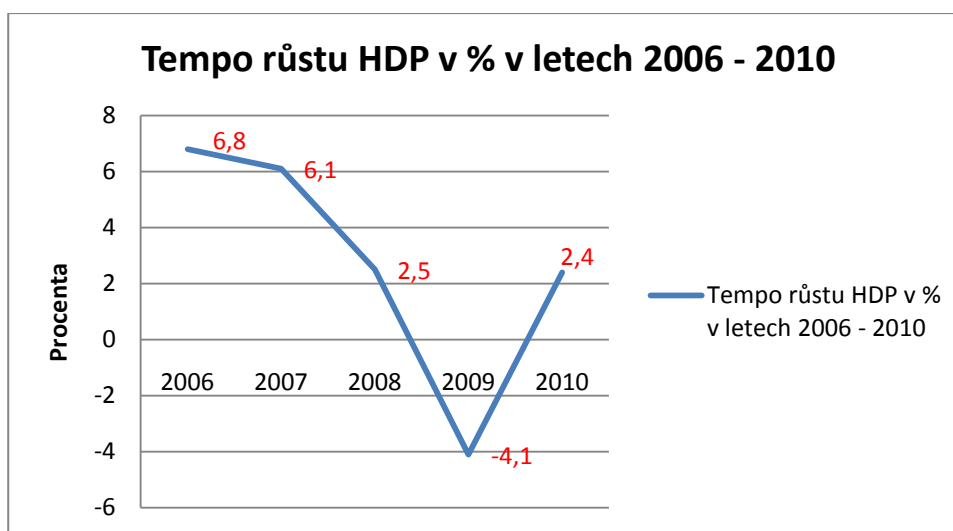
3.2.1 Makroprostředí firmy Isotra, a.s.

Vývoj makroprostředí, ve kterém podniky fungují, má podstatný vliv na jejich výkonnost. Proto posouzení vývoje podmínek, ve kterých podnik fungoval v minulosti, funguje v aktuální současnosti, jakož i prognóza vývoje pomáhají v práci odhadce při posuzování jednak vlastní výkonnosti podniku v minulosti, jakož i v posouzení reálnosti cílů obsažených v podnikatelském záměru (Kislingerová, 1999).

Společnost Isotra, a.s. v letech 2006 – 2010 nejvíce ovlivňovaly tyto makroekonomické ukazatele:

- Tempo růstu hrubého domácího produktu

Graf 1: Tempo růstu HDP v % v letech 2006 - 2010



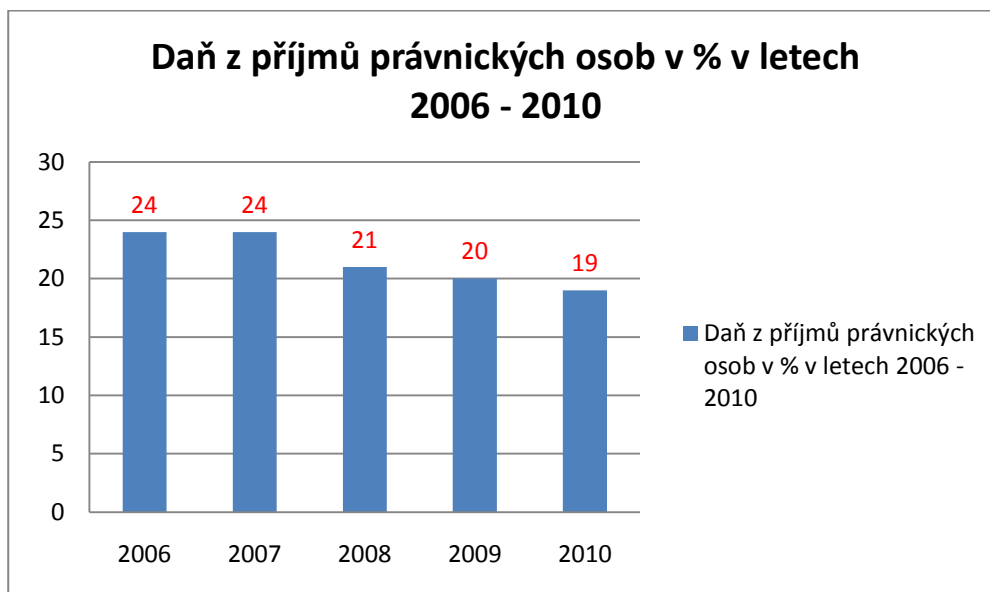
Zdroj: www.czso.cz, vlastní tvorba autora

Je prokázáno, že v dlouhodobém a střednědobém časovém horizontu existuje vztah mezi změnou HDP a změnou akciových kursů, které zpravidla předbíhají vývoj reálné ekonomiky o několik měsíců. Akciový trh je považován za spolehlivý indikátor změn fází hospodářského cyklu. Z grafu 1 je patrné, že tempo růstu HDP v průběhu let 2006 – 2009 mělo klesající trend, přičemž v roce 2009 došlo až k zápornému tempu. Tento průběh byl způsoben celosvětovou hospodářskou krizí, která dorazila i k nám do ČR a zasáhla také podnik Isotra, a.s. Vývoj akciových kursů kolísá kolem základního

trendu HDP. Můžeme tedy usoudit, že v těchto letech 2006 – 2009 dochází k poklesu hodnoty akcií Isotra, a.s. Až v následném roce 2010 dochází k růstu.

➤ Fiskální politika státu

Graf 2: Fiskální politika státu

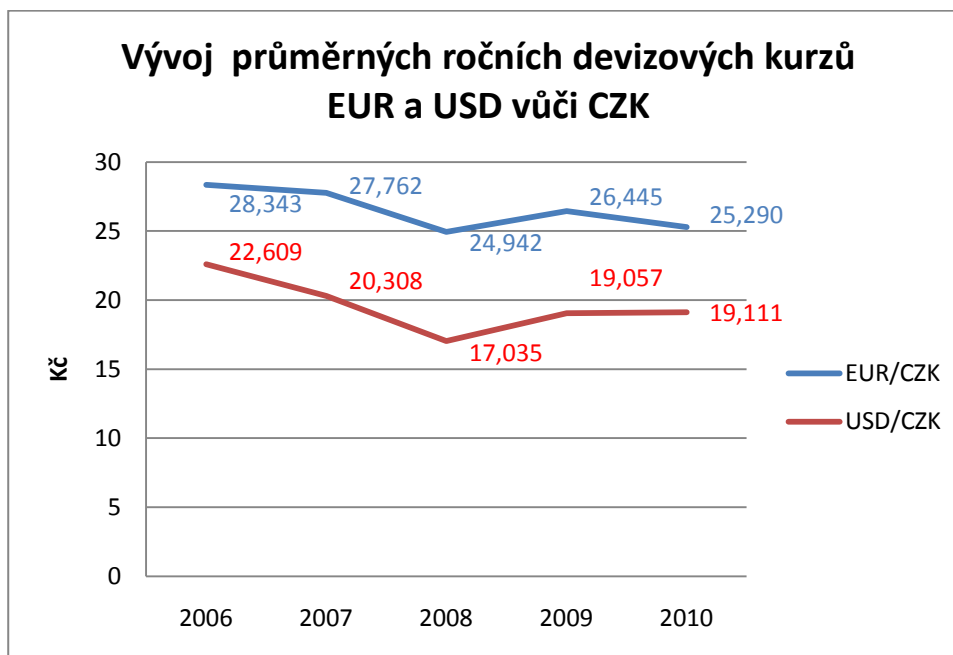


Zdroj: www.finance.cz, vlastní tvorba autora

V tomto makroekonomickém ukazateli vidíme vývoj daňového zatížení právnických osob, mezi které se řadí také Isotra, a.s. Daň z příjmů může z obecného hlediska pozitivně nebo negativně ovlivňovat vývoj v podnikové hospodářské sféře, jelikož má bezprostřední vliv na formování disponibilních důchodů investorů. Z grafu 2 je patrné, že daň z příjmů právnických osob v průběhu uvedených let klesala a tedy umožňovala navýšení disponibilního důchodu Isotra, a.s.

➤ Vývoj devizových kurzů

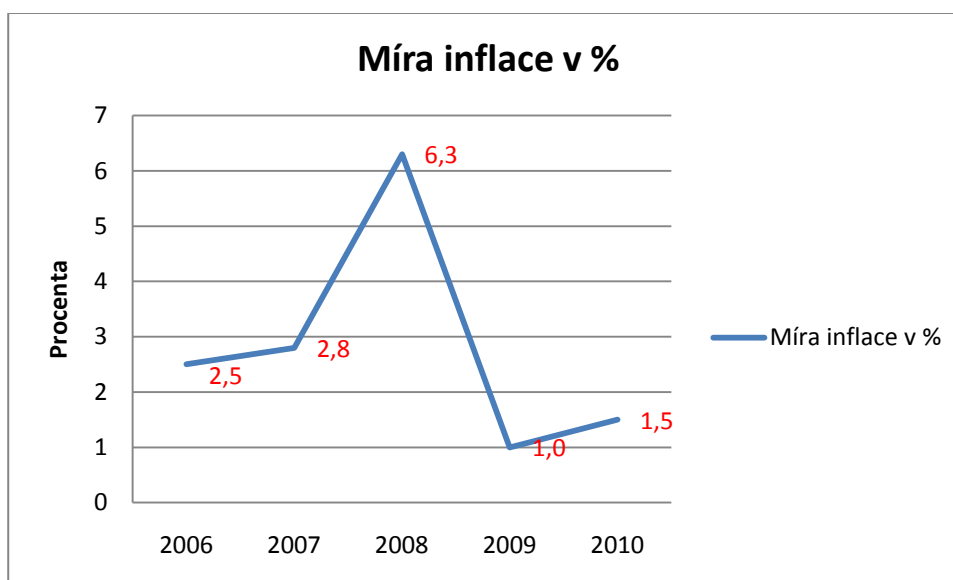
Graf 3: Vývoj devizových kurzů



Zdroj: www.czso.cz, vlastní tvorba autora

➤ Vývoj inflace

Graf 4: Vývoj inflace



Zdroj: www.czso.cz, vlastní tvorba autora

Inflace se projevuje v každé firmě jak na vstupech, tak na výstupech. Je nesmírně

důležité, jak firmy dokážou na inflaci reagovat a do jaké míry se inflace projeví, neboť v podstatě jde především o rozdíl mezi výstupy a vstupy. V grafu 4 vidíme, že inflace v prvních třech letech rostla, přičemž v roce 2008 došlo k největší inflaci a to o 6,3 %. Toto zvýšení bylo zejména způsobeno začínající hospodářskou krizí v USA.

➤ Vývoj peněžní nabídky

Vývoj peněžní nabídky se bezprostředně projevuje v chování investorů a má přímý vliv na vývoj akciových kurzů. V podmínkách ČR však je možno demonstrovat nepřímý vliv peněžní nabídky na reálný výstup ekonomiky. Zvýšení peněžní nabídky způsobuje vzestup akciových kurzů, naopak pokles peněžní nabídky vede k růstu úrokových sazeb, a tudíž působí opačně, tj. k poklesu kurzů akcií (Kislingerová, 1999).

➤ Ekonomické a politické šoky

Politické a ekonomické výkyvy mají na ekonomiku silně negativní vliv, protože destabilizují ekonomické i celospolečenské situace. Takové výkyvy mohou uvrhnout ekonomiku do dlouhodobé recese. Za ekonomické šoky považujeme např. ropné šoky, obchodní a cenové války, vznik hyperinflace, výrazné změny devizových kurzů nejdůležitějších světových měn apod. Politické šoky zahrnují válečné konflikty, demise vlád, revoluce a v neposlední řadě i nečekané volební výsledky.

3.2.2 Mikroprostředí firmy Isotra, a.s.

3.2.2.1 Charakteristika odvětví

Výroba eurooken, interiérových či exteriérových zastínění je poměrně nenápadný byznys, který vydělává velké peníze. Výrobci mají navíc jistotu, že se bez jejich produktů téměř nikdo neobejde, ať doma nebo v práci. Nabídka je obrovská. Stačí zadat do internetového vyhledavače sousloví „výroba oken“ a hned vyskočí takřka několik stovek odkazů na společnosti nejrůznějšího zaměření, vyrábějící např. okna plastová, dřevěná, eurookna, dřevohliníková a nejrůznější další typy.

V tomto odvětví je ale mnoho výrobců, kteří mají výrobu ve své garáži. Jedná se o

tzv. malé rodinné firmy. Isotra, a.s. má tedy velkou konkurenční výhodu, že patří mezi špičku z hlediska velikosti. Disponuje tedy úsporami z rozsahu velkovýroby, má vývojové středisko a její kapitál je obrovský oproti malým rodinným firmám.

O investice v „okenářském průmyslu“ byl obrovský zájem i před krizí, podpořil je několik let trvající stavební boom a nutnost rekonstruovat staré panelové domy. Krize příležitosti ještě umocnila, přestože stavebnictví začalo přibrzďovat. „Situace není nijak růžová, ale nestojíme si úplně špatně. Zakázky se jen o něco hůře shánějí“, potvrdil Ekonomu obchodní ředitel firma Geus Okna Petr Mašín (Ekonom č. 9/2009).

3.2.2.2 Prognóza vývoje odvětví

Na středoevropském trhu se evidentně konkurence přiosťří. Svou jedničku v centrální Evropě chce vybudovat i Window Holding, který má v průběhu května 2011 získat nové obchodní jméno. Na trhu je hodně firem, které rozvoj nezvládají a budou mít existenční problémy. Již mnohé z nich jsou na nulové nebo minusové marži. Konkrétně se však neví, že se holding soustředí na sloučení současných společností. Počet akvírovaných firem bude záviset na finančních a provozních možnostech, cenách firem a jejich strategických možnostech. Na trhu se v posledních letech objevilo mnoho investičních příležitostí, ale ve většině případů šlo o firmy v tak špatném stavu, že nikdo nezvažoval případný vstup. Trh se tak jako tak výrazně pročistí. Předpokládá se, že z něj zmizí pětina až čtvrtina menších výrobců. Některé firmy padnou kvůli své neefektivní výrobě, jiné kvůli špatnému řízení. Nepředpokládá se však, že skončí jen malé firmy. Nevýhodou velkých holdingů je, že jsou méně pružné při sledování změn na trhu. Krize se přesto v oboru nejspíše ještě výrazněji projeví až po doběhnutí stavebních povolení a hypoték, které byly udělené před jejím vypuknutím. Situace by proto mohla být pro „supy“ ještě o něco výhodnější příští rok. (www.ekonom.ihned.cz, 2010)

Přední výrobci na tuzemském trhu:

- Window Holding (Vekra, TWW, Otherm) – napojení na makléřskou skupinu Wood and Company,
- Skupina kolem Orca (AQ Okna, VPO Protivanov) – napojení na šéfa

developera Orco Jean – Francoise Otta,

- Hoco Bauelemente – je součástí skupiny Haas Group se sídlem v bavorském Falkenburgu,
- RI Okna,
- Sulko,
- PFT – majoritní podíl vlastní Heinrich a Otto Dombrinkovi z Německa.

Konkurenti firmy Isotra, a.s. v rámci České republiky:

- OKNOTHERM, s.r.o.,
- TTK CZ,
- ARTokna, s.r.o.,
- ALBO,
- VEKRA,
- OKNOSTYL group s.r.o.,
- VELUX Česká republika, s.r.o.,
- UNIWIN – okna a dveře,
- A-OKNA, s.r.o.,
- Oknoplastik, s.r.o.,
- Euro – Jordán, s.r.o.,
- PRAMOS, a.s.,
- LD INVEST, a.s.,
- BOHEMIA PLAST GROUP, s.r.o.

Konkurenti firmy Isotra, a.s. v rámci Moravskoslezského kraje:

- DEC – PLAST, s.r.o.,
- Dako, spol. s r.o.,
- ALUMONT BUILDING, a.s.,
- AFG – WOOD, a.s.

3.3 Finanční analýza podniku Isotra, a. s.

V této části mé práce je sledován vývoj pouze vybraných poměrových ukazatelů, které nejlépe reprezentují určitou oblast hospodaření společnosti, tj. oblast rentability, likvidity, zadluženosti a aktivity. Nejdříve je však provedena horizontální a vertikální analýza sledovaných položek.

3.3.1 Horizontální analýza

Tab. 1: Horizontální analýza let 2006 – 2007

Položky rozvahy (tis. Kč)	2006	2007	absolutní změna	relativní změna
aktiva&pasiva	148267	164655	16388	11,05%
Dlouhodobý majetek	75364	79892	4528	6,01%
oběžná aktiva	71155	79954	8799	12,37%
krátkodobé pohledávky	28845	29046	201	0,70%
krátkodobý finanční majetek	12012	4240	-7772	-64,70%
vlastní kapitál	32048	31253	-795	-2,48%
cizí zdroje	116114	133095	16981	14,62%
bankovní úvěry	53418	45250	-8168	-15,29%
Položky výkazu zisku a ztráty (tis. Kč)	2006	2007	absolutní změna	relativní změna
výkony	214874	228897	14023	6,53%
přidaná hodnota	102266	110813	8547	8,36%
Provozní VH	22468	3015	-19453	-86,58%
nákladové úroky	838	2582	1744	208,11%
VH za účetní období	14499	-795	-15294	-105,48%

Zdroj: vlastní tvorba autora

V roce 2007 došlo k nárůstu aktiv respektive pasiv, přičemž dlouhodobý majetek měl nižší podíl. Oběžná aktiva se také navýšila, ale krátkodobý finanční majetek se snížil o více než polovinu. U pasiv nejvíce poklesly bankovní úvěry. Výkony společnosti stouply o necelých 6,6%. Provozní výsledek hospodaření naopak klesl téměř o 87%, kterou však zapříčinily vzniklé účetní rezervy. Nákladové úroky se navýšily na dvojnásobek.

Tab. 2: Horizontální analýza let 2007 – 2008

Položky rozvahy (tis. Kč)	2007	2008	absolutní změna	relativní změna
aktiva&pasiva	164655	195270	30615	18,59%

Dlouhodobý majetek	79892	89516	9624	12,05%
oběžná aktiva	79954	100511	20557	25,71%
krátkodobé pohledávky	29046	50374	21328	73,43%
krátkodobý finanční majetek	4240	3118	-1122	-26,46%
vlastní kapitál	31253	62720	31467	100,68%
cizí zdroje	133095	131277	-1818	-1,37%
bankovní úvěry	45250	43127	-2123	-4,69%
Položky výkazu zisku a ztráty (tis. Kč)	2007	2008	absolutní změna	relativní změna
výkony	228897	283592	54695	23,90%
přidaná hodnota	110813	116847	6034	5,45%
Provozní VH	3015	48491	45476	1508,33%
nákladové úroky	2582	2346	-236	-9,14%
VH za účetní období	-795	31466	32261	4057,99%

Zdroj: vlastní tvorba autora

Horizontální analýza z let 2007 a 2008 opět ukazuje nárůst aktiv respektive pasiv. Oběžná aktiva narostla více než dlouhodobý majetek. Opět došlo k poklesu krátkodobého finančního majetku. Vlastní kapitál se navýšil o více než 100%. Výkony společnosti nadále vzrostly. Provozní výsledek hospodaření a VHBÚO byl navýšen mnohonásobně. Pozitivní je pokles nákladových úroků.

Tab. 3: Horizontální analýza let 2008 – 2009

Položky rozvahy (tis. Kč)	2008	2009	absolutní změna	relativní změna
aktiva&pasiva	195270	231478	36208	18,54%
Dlouhodobý majetek	89516	93483	3967	4,43%
oběžná aktiva	100511	133294	32783	32,62%
krátkodobé pohledávky	50374	64875	14501	28,79%
krátkodobý finanční majetek	3118	5317	2199	70,53%
vlastní kapitál	62720	98989	36269	57,83%
cizí zdroje	131277	132395	1118	0,85%
bankovní úvěry	43127	49838	6711	15,56%
Položky výkazu zisku a ztráty (tis. Kč)	2008	2009	absolutní změna	relativní změna
výkony	283592	404062	120470	42,48%
přidaná hodnota	116847	154310	37463	32,06%
provozní VH	48491	54795	6304	13,00%
nákladové úroky	2346	2386	40	1,71%
VH za účetní období	31466	36270	4804	15,27%

Aktiva firmy v roce 2009 se opět navýšily. Z oběžných aktiv se nejvíce navýšil krátkodobý finanční majetek, téměř o 71%. Výkony a výsledek hospodaření za účetní období se opět navýšily.

Tab. 4: Horizontální analýza let 2009 – 2010

Položky rozvahy (tis. Kč)	2009	2010	absolutní změna	relativní změna
aktiva&pasiva	231478	289255	57777	24,96%
dlouhodobý majetek	93483	101020	7537	8,06%
oběžná aktiva	133294	183700	50406	37,82%
krátkodobé pohledávky	64875	92914	28039	43,22%
krátkodobý finanční majetek	5317	9863	4546	85,50%
vlastní kapitál	98989	110836	11847	11,97%
cizí zdroje	132395	178335	45940	34,70%
bankovní úvěry	49838	55201	5363	10,76%
Položky výkazu zisku a ztráty (tis. Kč)	2009	2010	absolutní změna	relativní změna
výkony	404062	445086	41024	10,15%
přidaná hodnota	154310	187596	33286	21,57%
provozní VH	54795	53598	-1197	-2,2%
nákladové úroky	2386	2983	597	25%
VH za účetní období	36270	33992	-2278	-6,28%

Zdroj: vlastní tvorba autora

Poslední sledované období v horizontální analýza zaznamenalo růst jak aktiv, tak pasiv. Nejvíce se navýšil krátkodobý finanční majetek, který stoupl o 85,50%. Výkony opět zaznamenaly navýšení, ale výsledek hospodaření za účetní období poklesl o 6,28%

3.3.2 Vertikální analýza

Tab. 5: Vertikální analýza let 2006 – 2010

Rozvaha v %	2006	2007	2008	2009	2010
aktiva firmy	100%	100%	100%	100%	100%
Dlouhodobý majetek	50,83%	48,52%	45,84%	40,39%	34,92%
oběžná aktiva	47,99%	48,56%	51,47%	57,58%	63,51%
krátkodobé pohledávky	19,45%	17,64%	25,80%	28,03%	32,12%
krátkodobý finanční majetek	8,10%	2,58%	1,60%	2,30%	3,41%
pasiva firmy	100	100	100	100	100

vlastní kapitál	21,62%	18,98%	32,12%	42,76%	38,32%
cizí zdroje	78,31%	80,83%	67,23%	57,20%	61,65%
bankovní úvěry	36,03%	27,48%	22,09%	21,53%	19,08%
Výkaz zisku a ztráty v %	2006	2007	2008	2009	2010
výkony	100%	100%	100%	100%	100%
přidaná hodnota	47,59%	48,41%	41,20%	38,19%	42,15%
provozní VH	10,46%	1,32%	17,10%	13,56%	12,04%
nákladové úroky	0,39%	1,13%	0,83%	0,59%	0,67%
VH za účetní období	6,75%	-0,35%	11,10%	8,98%	7,64%

Zdroj: vlastní tvorba autora

Vertikální analýza společnosti Isotra, a.s. ukazuje, jaký je podíl jednotlivých složek rozvahy, respektive výkazu zisku a ztráty na určité položce. U rozvahy byla zvolena položka aktiv respektive pasiv a u výkazu zisku a ztráty to byly výkony.

Můžeme říci, že dlouhodobý majetek se podílí na celkových aktivech v průměru kolem 45%, přičemž v každém roce dochází k mírnému poklesu. Naopak oběžná aktiva navyšují svůj podíl na celkových aktivech. Krátkodobé pohledávky se také vyznačují pozitivním trendem. Vlastní kapitál dosáhl nejvyššího podílu v roce 2009 a nejnižšího v roce 2007. Cizí zdroje naopak měly nejvyšší podíl v roce 2007 téměř 81% a nejnižší v roce 2009, kdy klesly pod 58%. Bankovní úvěry svůj podíl v pasivech rok od roku snižují.

Vertikální analýza výsledovky ukazuje změnu podílu položek k výkonům. Přidaná hodnota disponovala kolísavým charakterem a podílela se zhruba 45%, v roce 2009 to bylo nejméně. Provozní výsledek se měnil kvůli účetním rezervám, což se odrazilo i na výsledku hospodaření za účetní období.

3.3.3 Analýza poměrových ukazatelů společnosti Isotra, a.s.

3.3.3.1 Rentabilita

Tab. 6: Ukazatele rentability

Rentabilita	2006	2007	2008	2009	2010
ROA = EBIT/aktiva	30,86%	18,00%	9,60%	13,64%	9,00%

ROE = EAT / vlastní kapitál	45,24%	-2,54%	50,17%	36,64%	30,67%
ROS = EAT / tržby	6,66%	-0,34%	10,99%	8,78%	6,39%

Zdroj: vlastní výpočet autora

Ukazatel ROA klesá v prvních třech letech, v roce 2009 se lehce zvýší, ale poslední rok sledovaného období opět klesá. Rok 2010 přinesl nejnižší hodnotu ROA 9%, což znamená, že z Isotra, a.s. z 1 Kč celkových aktiv získá 0,09 Kč zisku. U tohoto ukazatele je důležitý růst.

U rentability vlastního kapitálu ROE dochází ve sledovaném období ke kolísavé tendenci. V prvních dvou letech ukazatel klesá, přičemž v roce 2007 dosahuje záporné hodnoty. To je způsobené záporným hospodářským výsledkem. Rok 2008 přinesl nejvyšší hodnotu ROE a to konkrétně 50,17%. V dalších letech dochází k poklesu rentability vlastního kapitálu. V roce 2010 přinesla podniku 1 Kč použitého vlastního kapitálu 0,3064 Kč zisku. Tento ukazatel by měl mít také pozitivní tendenci.

Z Tab. 6 vidíme, že rentabilita tržeb má obdobný průběh jako ROE. Dokonce v roce 2007 dosáhl ROS záporné hodnoty z důsledku ztráty ve výsledku hospodaření běžného účetního období. Je velice pozitivní, že z této záporné hodnoty se ukazatel vyšplhal v následujícím roce na hodnotu 10,99%, což je maximální hodnota ve sledovaném období. V roce 2010 získá podnik z 1 Kč tržeb po odečtení daní a úroků 0,0639 Kč zisku.

Shrnutí:

- ROE má kolísavý charakter,
- ROS a ROE v roce 2007 klesl do záporné hodnoty, ale v následujícím roce se pohybuje v kladných hodnotách,
- v roce 2008 dosáhla společnost z 1 Kč použitého vlastního kapitálu 0,5017 Kč zisku.

3.3.3.2 Aktivita

Tab. 7: Ukazatele aktivity

Aktivita	2006	2007	2008	2009	2010
Obrat aktiv = tržby/aktiva	1,47	1,42	1,47	1,78	1,84
Doba obratu aktiv = aktiva/(tržby / 360)	245,26	254,28	245,55	201,75	195,78

Obrat zásob = tržby / zásoby	7,18	5,00	6,09	6,55	6,57
Doba obratu zásob = zásoby/(tržby / 360)	50,12	72,07	59,11	55,00	54,77
Doba inkasování pohledávek= pohledávky/(tržby / 360)	47,71	44,86	63,36	56,54	62,89
Doba úhrady kr. závazků = kr. závazky/(tržby/360)	46,60	33,08	55,49	49,79	67,19

Zdroj: vlastní výpočet autora

Obrat celkových aktiv vyjadřuje, kolikrát se celková aktiva odráží v tržbách. V průběhu sledovaného období se obrat zvyšoval, kromě lehkého poklesu v roce 2007, což hodnotím jako negativní jev. Za pozitivum můžeme hodnotit to, že hodnota obrátů aktiv je vyšší než jedna, což znamená, že alespoň jednou za rok se aktiva obrátí. Ukazatel doba obratu aktiv nám říká, za kolik dní se celková aktiva obrátí v tržbách. Čím je tento ukazatel menší, tím to je pro podnik lepší. Nejlepší doba obratu aktiv byla v roce 2010, kdy doba obratu aktiv trvala 196 dní. Doba obratu aktiv má klesající tendenci, což je pro podnik velice pozitivní zjištění.

Zásoby se nejvíce krát obrátily v roce 2006. V ostatních letech došlo k absolutnímu snížení tohoto ukazatele. Je však otázkou, zda se jedná o pozitivní či negativní trend. Obecné pravidlo zní, že obrat zásob má být co nejvyšší. Kdyby se tržby nezvyšovaly a zůstaly by relativně na stejné úrovni, jednalo by se o negativní jev, jelikož by to znamenalo, že se zásoby zvyšují a v nich by byly vázané peněžní prostředky, které by byly neefektivně využity. V tomto případě můžeme hovořit o mírně pozitivním trendu, jelikož se zvyšují jak tržby, tak zásoby. Rozdíly mezi jednotlivými obraty zásob v jednotlivých letech, dle mého názoru, nejsou zase tak markantní s výjimkou roku 2007. Doba obratu zásob byla nejvyšší v roce 2007 a v roce 2006 byla doba obratu zásob nejnižší. Tudíž v roce 2006 se zásoby obrátily v tržbách průměrně za 50,12 dne. Zda se jedná o negativní či pozitivní trend, je kompatibilní s komentářem obratu zásob

Doba inkasa pohledávek by měla mít co nejnižší hodnotu, jelikož po zaplacení pohledávek bude firma disponovat penězi, které může dále použít. Čím je tato doba kratší, tím to je pro podnik samozřejmě výhodnější. Nejkratší doba inkasa pohledávek byla v roce 2007 a nejdelší v roce 2008. Zvyšování tohoto ukazatele není dobré. Je důležité porovnávat tento ukazatel s dobou úhrady krátkodobých závazků, která by měla být delší. Doba úhrady krátkodobých závazků vyjadřuje, za jakou průměrnou dobu

uhradí firma své závazky od jeho vzniku. Pro podnik je výhodné, aby tato doba byla co nejdelší. Nejkratší byla v roce 2007 a nejdelší v roce 2010. V průběhu sledovaného období měla doba úhrady krátkodobých závazků od počátku kolísavý charakter, což je negativní jev. Za pozitivní však můžeme považovat absolutní navýšení ukazatele v roce 2010 a předpokládat jeho vzrůstající tendenci.

Shrnutí:

- obrat aktiv má rostoucí tendenci,
- doba obratu aktiv se zkracuje,
- obrat zásob se snižuje,
- doba úhrady krátkodobých závazků se prodlužuje, avšak doba inkasování pohledávek taktéž.

3.3.3.3 Zadluženost

Tab. 8: Ukazatele zadluženosti

Zadluženost	2006	2007	2008	2009	2010
Equity ratio = vlastní kapitál / aktiva	21,62%	18,98%	32,12%	42,76%	38,32%
Debt ratio = cizí zdroje / aktiva	78,31%	80,83%	67,23%	57,20%	61,65%
Debt equity ratio = cizí zdroje / vlastní kapitál	362,31%	425,86%	209,31%	133,75%	160,90%
Úrokové krytí = EBIT / placené úroky	5459,43%	1147,95%	798,68%	1323,68%	873,15%
Úrokové zatížení = placené úroky / EBIT	1,83%	8,71%	12,52%	7,55%	11,45%

Zdroj: vlastní výpočet autora

Ukazatel podílu vlastního kapitálu na aktivech má kolísavý charakter. V prvních dvou letech hodnota klesá, ale v dalších letech se opět zvyšuje, přičemž v roce 2009 dosáhne nejvyšší hodnoty 42,76%. Znamená to, že podnik je schopen pokrýt svůj majetek z 42,76% vlastním kapitálem. Je dobré, když se tento podíl zvyšuje, aby se podnik nezadlužoval.

Debt ratio vyjadřuje, do jaké míry je podnik financován cizím kapitálem. V tabulce 3 vidíme, že nejvíce byl podnik Isotra a.s. zadlužen v roce 2007, naopak nejméně v roce 2009. Klesající trend zadlužování je dobrý. Z výše uvedených výpočtů nemůžeme jednoznačně říci, zda takový vysoký podíl zadluženosti v jednotlivých letech je špatný, jelikož nevíme, ze kterých položek se tyto cizí zdroje skládají. Když se však

podíváme do vertikální analýzy rozvahy, zjistíme, že v období 2006, 2007 a 2010 se bankovní úvěry a výpomoci podílí na cizích zdrojích méně než krátkodobé závazky. Znamená to, že podnik je financován z menší části úročeným cizím kapitálem, což je dobré.

Pomocí ukazatele Debt equity ratio zjistíme zadluženost vlastního kapitálu podniku Isotra a.s. Vidíme, že ve všech letech hodnoty přesahují hranici 100% a v prvních dvou letech sledovaného období přesahují cizí zdroje vlastní kapitál několikanásobně. Existuje pravidlo, že hodnotu nad 100% si může dovolit jen finančně stabilní a silný podnik.

Úrokové krytí vypovídá o schopnosti podniku zaplatit své úroky. Vidíme, že podnik Isotra a.s. je schopen zaplatit své úroky několikanásobně. Naopak úrokové zatížení říká, jakou část zisku podniku Isotra a.s. odčerpají úroky.

Shrnutí:

- podíl vlastního kapitálu na aktivech se během sledovaného období navýšil,
- celková zadluženost se snižuje.

3.3.3.4 Likvidita

Tab. 9: Ukazatele likvidity

Likvidita	2006	2007	2008	2009	2010
Celková likvidita = oběžná aktiva / kr.závazky	2,53	3,73	2,28	2,33	1,85
Okamžitá likvidita = peněžní pr. / kr. závazky	0,43	0,20	0,07	0,09	0,10
Pohotová likvidita = (OA + zásoby+dl.pohledávky)/kr. závazky.	1,45	1,55	1,21	1,23	1,04

Zdroj: vlastní výpočet autora

Celková likvidita vyjadřuje, do jaké míry je podnik schopen splatit své závazky formou oběžných aktiv. Ideální hodnoty by se měly pohybovat v rozmezí 1,5 – 2,5. Ve sledovaném období se hodnoty vešly do rozmezí a dokonce v roce 2007 došlo k výraznému překročení horní hranice, což je, dle mého názoru, výborné.

Okamžitá likvidita by se měla pohybovat v rozmezí 0,3 – 0,9, což se firmě Isotra

a.s. podařilo jen v roce 2006. Podnik má totiž své peněžní prostředky vázán převážně v pohledávkách, zásobách a materiálu. Po zaplacení pohledávek dlužníky své závazky splatí. Na druhou stranu však můžeme konstatovat, že Isotra a.s. svými peněžními prostředky není schopna okamžitého splacení svých krátkodobých závazků.

Pohotová likvidita vypovídá o schopnosti splacení krátkodobých závazků společnosti Isotra a.s. oběžnými aktivy po odečtení zásob a dlouhodobých pohledávek. Tento ukazatel by se měl pohybovat v rozmezí 1 – 1,5. Kromě roku 2007 se hodnoty ve vymezeném ideálním rozmezí vyskytují, kdy došlo k mírnému překročení horní hranice.

Shrnutí:

- celková likvidita společnosti se během sledovaného období navýšila,
- pohotová likvidita se rovněž navýšila.

3.3.3.5 Důvěryhodnost

Tab. 10: Altmanův index důvěryhodnosti

Altmanův index důvěryhodnosti	váha	2006	2007	2008	2009	2010
EBIT/aktiva	3,3	0,3086	0,1800	0,0960	0,1364	0,0900
tržby/aktiva	1	1,4679	1,4157	1,4661	1,7844	1,8388
hodnota vlastního kapitálu/cizí zdroje	0,6	0,2760	0,2348	0,4778	0,7477	0,6215
zadržený zisk/aktiva	1,4	0,1959	0,1716	0,3058	0,4147	0,4494
pracovní kapitál/aktiva	1,2	0,2899	0,3555	0,2888	0,3290	0,2919
Z faktor		3,27	2,82	2,84	3,66	3,49
vyhodnocení Z faktoru		uspokojivé	šedá zóna	šedá zóna	uspokojivé	uspokojivé

Zdroj: vlastní výpočet autora

V tabulce 10 vidíme, že Z faktor je v letech 2006, 2009 a 2010 uspokojivý, jelikož převyšuje hodnotu 2,99. V roce 2007 a 2008 vstupuje Z faktor do tzv. šedé zóny nevyhraněných výsledků, ze které nemůžeme vydedukovat žádné závěry o firmě. Šedá zóna je vyhraněna intervalem 1,8 – 2,99. Z uvedených 5 Z faktorů si myslím, že finanční zdraví podniku Isotra a.s. je na velmi dobré úrovni.

Shrnutí:

- bonita společnosti je na velmi vysoké úrovni,
- finanční zdraví podniku je pozitivní.

Tab. 11: Index IN01

Index IN01	váha	2006	2007	2008	2009	2010
aktiva/cizí kapitál	0,13	1,2769	1,2371	1,4875	1,7484	1,6220
EBIT/nákladové úroky	0,04	54,5943	11,4795	7,9868	13,2368	8,7315
EBIT/celková aktiva	3,92	0,3086	0,1800	0,0960	0,1364	0,0900
celkové výnosy/celková aktiva	0,21	1,4783	1,4462	1,4927	1,8122	1,8677
OA/krátkodobé závazky a úvěry	0,09	0,8721	1,1993	1,1519	1,2461	1,1892
Index IN01		3,95	1,74	1,31	1,78	1,41

Zdroj: vlastní výpočet autora

Ve výše uvedené tabulce 11 jsme vypočetli index IN01. V letech 2007, 2008 a 2010 se pohybuje firma Isotra a.s. v tzv. šedé zóně, ve kterém netvoří hodnotu, ale také není bankrotující. Šedá zóna je pro index IN01 vyznačena rozmezím 0,75 – 1,77. Ve zbývajících letech podnik dosahuje kladné hodnoty ekonomického zisku, čili tvoří přidanou hodnotu. Tento výsledek hodnotím za velice kladný.

Shrnutí:

- bonita podniku Isotra, a.s. je hodnocena kladně.

3.4 Výběr metody pro ocenění podniku Isotra, a.s.

Úskalí oceňování podniku není nedostatek teoretických metod, ale naopak jejich velké množství. Volba té správné metody závisí na několika charakteristikách firmy, mezi které lze zařadit míru dosahovaného zisku, stabilitu finanční páky, předpokládané tempo růstu zisku, atd. Je třeba si uvědomit, že správný výběr metody je stejně důležitý, jako samotná aplikace, dokonalé porozumění metodě a disponování věrohodnými informacemi potřebnými pro ocenění podniku.

Před samotným zvolením určité metody je nezbytné určit cíl ocenění a pro koho bude samotné ocenění určeno. Oceněním bych chtěl zjistit současnou hodnotu podniku jako informaci pro management podniku a vyvodit z něho případná doporučení. Budu tedy zjišťovat objektivizovanou hodnotu podniku na základě výnosových metod DCF entity a kapitalizovaných čistých zisků. Podklady a data pro výpočet těchto ocenění budou čerpány z účetních výkazů a interních zdrojů společnosti Isotra, a.s. a to z let

2006 – 2010, viz přílohy č. 1. – 4. a také z finančního plánu, který je uveden níže. Tyto výkazy jsou dále upravovány dle potřeb metod jednotlivých výpočtů, viz příloha č. 7.

3.5 Ocenění podniku Isotra, a.s. metodou DCF entity

K výpočtu hodnoty firmy na základě modelu volného peněžního toku FCFF (free cash flow to the firm) použiji dvoufázový propočet, jelikož je v rámci České republiky převážně využíván. Tato metoda předpokládá, že období existence podniku lze rozdělit na dvě fáze. V první fázi se zahrne celé období, pro které je oceňovatel schopen vypracovat prognózu volného peněžního toku pro jednotlivé roky. Naopak druhá fáze obsahuje období od první fáze do nekonečna. U výpočtu ocenění metodou DCF entity je vhodné vycházet z finančního plánu. Vzhledem k nepravidelnosti ve vývoji finančních ukazatelů Isotra, a.s. jsem však použil data z minulosti, jelikož předpověď dat do budoucna může být zkreslená a může tedy značně snížit vypovídací schopnost výsledné hodnoty ocenění. Při výpočtu ocenění metodou DCF entity jsem čerpal z finančního plánu z let 2011 – 2015, který je sestaven v kapitole 3.5.1. Ocenění je tedy prováděno k 1. lednu 2011.

3.5.1 Finanční plán

Finanční plán je sestaven na období let 2011 – 2015 a zahrnuje plánovanou rozvahu, cash – flow a výkaz zisku a ztráty.

Při tvorbě plánu jsem vycházel z hospodaření podniku za rok 2010. Plán na další období počítá s těmito předpoklady:

- Tržby porostou o 2,5% ročně,
- Náklady se vyvíjejí rovnoměrně, jejich podíl na tržbách je 80%,
- Odpisy tvoří 20% ze zůstatkové ceny dlouhodobého majetku,
- Nákladové úroky jsou 13% z přijatých úvěrů,
- Sazba daně z příjmu právnických osob je 19% a nepřepokládá se její změna,
- Kapitálové fondy, rezervní fond a rezervy jsou po celou dobu konstantní,

stejně jako časové rozlišení převzaté z roku 2010,

- Oběžná aktiva a krátkodobé závazky se zvyšují stejným tempem jako tržby společnosti,
- Společnost neplánuje na další roky žádné investice, zaměří se na umořování úvěru a to v roce 2011 částkou 1 000 000 Kč, v roce 2012 částkou 2 000 000 Kč, v roce 2013 částkou 3 000 000 Kč, v roce 2014 částkou 4 000 000 Kč a v roce 2015 částkou 5 000 000 Kč.

Tab. 12: Plánovaný výkaz zisku a ztráty

Výkaz zisku a ztráty (tis. Kč)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby	531889	545186	558816	572786	587106	601784
Náklady	424234	436149	447053	458229	469685	481427
Odpisy	(-)	20204	16163	12931	10344	8276
EBIT	(-)	88833	95600	101627	107077	112081
Nákladové úroky	(-)	7176	7046	6786	6396	5876
EBT	(-)	81657	88554	94841	100681	106205
Daň z příjmu	12180	15515	16825	18020	19129	20179
EAT	33992	66142	71729	76821	81551	86026

Zdroj: vlastní výpočet autora

Tab. 13: Plánované cash – flow

Cash - flow (tis. Kč)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
PSPP	(-)	9862	93344	177325	262118	348006
EAT	(-)	66142	71729	76821	81551	86026
Odpisy	(-)	20204	16163	12931	10344	8276
Čerpání úvěru	(-)	0	0	0	0	0
Σ zdroje	(-)	86346	87892	89751	91896	94302
Investice	(-)	0	0	0	0	0
Splátky úvěru	(-)	1000	2000	3000	4000	5000
Δ ČPK	(-)	1864	1911	1959	2007	2058
Σ užití	(-)	2864	3911	4959	6007	7058
CF	(-)	83482	83981	84793	85888	87244
KSPP	(-)	93344	177325	262118	348006	435250

Zdroj: vlastní výpočet autora

Tab. 14: Plánovaná rozvaha

Rozvaha (tis. Kč)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Dlouhodobý majetek	101020	80816	64653	51722	41378	33102
Oběžná aktiva bez PP	173837	178182,9	182637,5	187203,4	191883,5	196680,6
PP	9862	93344	177325	262118	348006	435250
Časové rozlišení	4536	4536	4536	4536	4536	4536
Σ aktiv	289255	356879	429151	505580	585804	669569
Základní kapitál	3000	3000	3000	3000	3000	3000
Kapitálové fondy	-22146	-22146	-22146	-22146	-22146	-22146
Rezervní fond	300	300	300	300	300	300
VH minulých let	95689	129681	195823	267552	344373	425924
VH běžného roku	33992	66142	71729	76821	81551	86026
Rezervy	20267	20267	20267	20267	20267	20267
Dlouhodobé závazky	3597	3597	3597	3597	3597	3597
Krátkodobé závazky	99271	101753	104297	106904	109577	112316
Úvěry	55201	54201	52201	49201	45201	40201
Časové rozlišení	84	84	84	84	84	84
Σ pasiv	289255	356879	429151	505580	585804	669569

Zdroj: vlastní výpočet autor

3.5.2 Výpočet hodnoty podniku metodou DCF entity

K ocenění podniku Isotra, a.s. je použita dvoufázová metoda diskontovaných peněžních toků (DCF), přičemž jsou použity vzorce uvedené v teoretické části. První fáze bude trvat 4 roky.

Prvním krokem ve výpočtu ocenění hodnoty firmy je zjištění nákladů na její kapitál. Česká republika nedisponuje dostatečně rozvinutým kapitálovým trhem, proto použijeme ke stanovení nákladů stavebnicový model, kterým zjistíme náklady na kapitál nezadlužené firmy, tzv. $WACC_U$ (vzorec č. 2.12). Tyto náklady se dále převedou dle vzorce (2.16) na náklady zadlužené firmy $WACC_L$, kterými budeme diskontovat peněžní toky budoucích let.

3.5.2.1 Zjištění parametrů WACC

Bezriziková sazba R_F byla pro rok 2011 určena na základě hodnoty pro rok 2010,

kdy činila 4,4%. Pro další roky se odhaduje, že sazba bude o 0,2 p. b. vyšší než v roce předchozím.

Riziková přírážka za velikost podniku R_{LA} se zjišťuje podle velikosti úplatných zdrojů a jelikož se nepředpokládá, že velikost těchto zdrojů překročí částku 100 000 000 Kč, bude tato sazba konstantní na úrovni 5% (vzorec č. 2.13).

R_p je přírážka za obchodní podnikatelské riziko a zjišťuje se na základě poměření dvou poměrových ukazatelů, viz kapitola 2.5.1.5.1.1 Stavebnicové modely. Jelikož porovnávané ukazatele X_1 a $EBIT/A$ vyšly téměř stejné, byla přírážka určena jako nulová pro všechny roky.

Riziková přírážka $R_{\text{finanční stability}}$ poměřuje likviditu a to likviditu podniku a odvětví, ve kterém firma podniká. Likviditu v odvětví, ve které Isotra, a.s. podniká, nebylo možné dohledat, proto byla převzata likvidita z průmyslu, který je závislý na vývoji hospodářského cyklu. Tato likvidita činí přibližně 1,65%. Likvidita podniku na další roky nabývá hodnoty přibližně 1,8 a to pro všechny roky, neboť se předpokládá konstantní růst oběžných aktiv a krátkodobých závazků ve stejném poměru. Je-li likvidita společnosti vyšší než likvidita odvětví, rovná se riziková přírážka 0%.

Tab. 15: Přehled vypočtených $WACC_U$

$WACC_U$	2011	2012	2013	2014	2015
R_f	4,60%	4,80%	5%	5,20%	5,40%
R_{LA}	5%	5%	5%	5%	5%
R_p	0%	0%	0%	0%	0%
$R_{\text{finanční stability}}$	0%	0%	0%	0%	0%
$WACC_U$	9,60%	9,80%	10,00%	10,20%	10,40%

Zdroj: vlastní výpočet autora

Převod nákladů na kapitál nezádlužené firmy na náklady kapitálu firmy zadlužené podle vzorce č. 2.16 je uveden v Tabulce č. 16.

Tab. 16: Převod $WACC_U$ na $WACC_L$

$WACC_L$	2011	2012	2013	2014	2015
$WACC_U$	9,60%	9,80%	10,00%	10,20%	10,40%

UZ	54201	52201	49201	45201	40201
A	356879	429151	505580	585804	669569
d	19%	19%	19%	19%	19%
WACC _L	9,32%	9,57%	9,82%	10,05%	10,28%

Zdroj: vlastní výpočet autora

Náklady v posledním roce 2015 uměle navýšíme o další 3% z důvodu větší rizikovosti druhé fáze.

Tab. 17: Celkové průměrné náklady zadlužené i nezadlužené firmy

	2011	2012	2013	2014	2015
WACC _U	9,60%	9,80%	10,00%	10,20%	10,40%
WACC _L	9,32%	9,57%	9,82%	10,05%	13,28%

Zdroj: vlastní výpočet autora

Dalším krokem v postupu ocenění podniku metodou DCF entity je zjištění finančních toků jak pro věřitele, tak pro vlastníky. Ty zjistíme pomocí vzorce č. 2.1 z kapitoly 2.5.1.4.1.1 a vycházíme přitom z finančního plánu z let 2011 – 2015. Výpočet FCFF je uveden v tabulce č. 18.

Tab. 18: Výpočet FCFF

FCFF	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby	545186	558816	572786	587106	601784
(-) Náklady	436149	447053	458229	469685	481427
(=) Čistý příjem z operací	109037	111763	114557	117421	120357
(-) Daně	15515	16825	18020	19129	20179
(=) EBIT po zdanění	93522	94938	96538	98292	100178
(+) odpisy	20204	16163	12931	10344	8276
(=) CF z operací	113726	111101	109468	108636	108453
(-) ČPK	1864	1911	1959	2007	2058
(-) Investice	0	0	0	0	0
(=) FCFF	111862	109190	107510	106629	106396

Zdroj: vlastní výpočet autora

3.5.2.2 Hodnota podniku v první fázi

Výpočet hodnoty podniku v první fázi byl proveden podle vzorce č. 2.4, který je uveden v teoretické části.

Vážené průměrné náklady kapitálu jsme vypočetli pomocí stavebnicové metody, která je uvedena v kapitole 3.5.2.1.

$$H_b = 111\,862 / (1 + 0,0932) + 109\,190 / (1 + 0,0957)^2 + 107\,510 / (1 + 0,0982)^3 + 106\,629 / (1 + 0,1005)^4 = 347\,143 \text{ tis. Kč}$$

$$PH = 106\,396 / 0,1328 = 801\,175 \text{ tis. Kč}$$

$$H_{b2} = 801\,175 / (1 + 0,0969)^5 = 504\,536 \text{ tis. Kč}$$

Konečná hodnota podniku se pak vypočte jako součet H_b a H_{b2} .

$$H_n = 347\,143\,000 + 504\,536\,000 = \mathbf{851\,679\,000 \text{ Kč.}}$$

3.5.2.3 Shrnutí výsledné hodnoty ocenění podle DCF entity

U všech výnosových metod, jakož i u DCF entity, je stěžejním krokem odhad parametrů do budoucna. Např. při odhadu tempa růstu a nákladů cizího a vlastního kapitálu je nezbytné podrobně analyzovat všechny vlivy, které na firmu působí. Především je třeba se zaměřit na závislost hospodářských výsledků na ekonomických výkyvech a také je nutné sledovat kapitálový trh, vývoj úrokových měr jak státních dluhopisů, tak úvěrů poskytovaných bankami. Tato skutečnost způsobí buď rapidní vychýlení odhadu od reality, či rovnost nebo se k sobě maximálně přiblíží.

Tržní hodnota společnosti Isotra, a.s. byla stanovena dvoufázovou metodou DCF entity k 1. lednu 2011 na hodnotu 851 679 000 Kč.

3.6 Ocenění podniku Isotra, a.s. metodou kapitalizovaných čistých výnosů

Tato metoda patří do skupiny equity, jelikož výsledkem je hodnota vlastního kapitálu. Východiskem metody kapitalizovaných čistých výnosů jsou tzv. upravené hospodářské výsledky po daních a po odpočtu placených úroků, které musíme upravit o některé položky a následně převést do stálých cen, které se vztahují k roku 2010. Při samotném výpočtu hodnoty vlastního kapitálu využijeme paušální metodu kapitalizovaných zisků. Metoda kapitalizovaných čistých výnosů vychází z historických cen, proto budeme používat hodnoty vztahující se k období let 2006 – 2010.

Tab. 19: Výpočet UVH ve stálých cenách (tis. Kč)

Schéma výpočtu čistého výnosu	2006	2007	2008	2009	2010
Výsledek hospodaření před zdaněním	21220	-694	43523	49034	46171
(+) odpisy	9808	16001	14301	13246	17411
(-) Finanční výnosy	860	869	1076	746	990
(-) Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	2443	4065	1090	8274	7910
(+) Zůstatková cena prodaného dl. majetku	2329	3816	0	5377	5392
(-) Mimořádné výnosy	303	240	21	239	1
(+) Mimořádné náklady	0	351	358	574	129
(+) Mimořádné osobní náklady - restrukturalizace	0	0	0	0	0
Upravený výsledek hospodaření UVH před odpisy	29751	14300	55995	58972	60202
cenový index řetězový	1,025	1,028	1,063	1,01	1,015
Cenový index bazický vztažený k roku 2010	0,8927	0,9177	0,9755	0,9852	1,0000
UVH upravený o inflaci (UVH/bazický cen. index)	33328,47	15583,2	57403,27	59856,58	60202
Váhy	1	2	3	4	5
UVH upravený o inflaci * váhy	33328,47	31166,41	172209,8	239426,3	301010

Zdroj: vlastní výpočet autora

3.6.1 Výpočet trvale odnímatelného čistého výnosu

Trvale odnímatelného čistého výnosu dosáhneme sečtením vážených upravených hospodářských výsledků vydělených součtem vah, které klesají směrem do minulosti. Dále ho upravíme o odpisy a zdaníme příslušnou daní prognózovanou na příští období, která činí 19%, viz tabulka č. 20.

Tab. 20: Výpočet trvale odnímatelného čistého výnosu (tis. Kč)

Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy	51809,4
Odpisy z reprodukčních cen	17411
Trvale odnímatelný čistý výnos před daní	34398,4
Daňový základ (s odpisy z posledního roku)	34398,4
Daň (19%)	6535,696
Trvale odnímatelný čistý výnos po dani	27862,7

Zdroj: vlastní výpočet autora

3.6.2 Určení hodnoty vlastního kapitálu metodou kapitalizovaných čistých zisků

Při určení hodnoty vlastního kapitálu využijeme nákladů kapitálu, které jsou stejné jako u metody DCF pro rok 2011, tedy 9,32 %. Tyto náklady vlastního kapitálu však musíme snížit o předpokládanou dlouhodobou inflaci, jelikož metoda KČZ pracuje s daty ve stálých cenách. Předpokládaná dlouhodobá inflace by měla dosahovat výše dle Českého statistického úřadu 2,20 %. Výnosová hodnota provozní se vypočte jako podíl trvale odnímatelného čistého výnosu a kalkulované úrokové míry.

Tab. 21: Výpočet hodnoty vlastního kapitálu společnosti Isotra, a.s. (tis. Kč)

Náklady na vlastní kapitál	9,32%
Předpokládaná dlouhodobá inflace	2,20%
Kalkulovaná úroková míra (bez inflace)	7,12%
Výnosová hodnota provozní	391330
Neprovozní majetek k datu ocenění	10075
Hodnota vlastního kapitálu podle KČV	401405

Zdroj: vlastní výpočet autora

3.6.3 Závěry k metodě ocenění kapitalizovaných čistých zisků

Pomocí metody kapitalizovaných čistých zisků zjistíme hodnotu současného potenciálu podniku. Tak jako u metody DCF entity je diskontní míra stanovena pomocí nákladů kapitálu, avšak je zde očištěna o předpokládanou dlouhodobou inflaci, jelikož je odhadnuta na základě stálých cen. Hospodářské výsledky se také upravily odpočtem trvale odnímatelného čistého výnosu, které jsou pomocí cenových indexů přepočítány do stálých cen platných v roce 2010. Tzv. paušální metodu můžeme použít k odhadu výnosové hodnoty u těch podniků, u kterých známe určitou minulost, ale budoucnost

jde obtížně predikovat. Podniky musí splňovat podmínku předpokladu dlouhodobé neohrožené existence podniku a dosahování minimálně trvalého čistého výnosu k rozdělení.

Hodnota vlastního kapitálu společnosti Isotra, a.s. dle metody kapitalizovaných čistých zisků činí k 1. 1. 2011 **401 405 000. Kč**.

3.7 Shrnutí jednotlivých zjištění ocenění při použití různých metod

Společnost Isotra, a.s. jsem ocenil dvěma různými metodami. Byly použity modely DCF entity a Metoda kapitalizovaných čistých výnosů. V tabulce 22 jsou zobrazeny dvě výsledné hodnoty vlastního kapitálu:

Tab. 22: Výsledky ocenění vlastního kapitálu Isotra, a.s. k 1. 1. 2011 různými postupy

Použitá metoda ocenění	Výsledná hodnota ocenění vlastního kapitálu Isotra, a.s.
DCF entity	851 679 000 Kč
Metoda kapitalizovaných čistých výnosů	401 405 000 Kč
Účetní hodnota vlastního kapitálu	110 836 000 Kč

Zdroj: vlastní výpočet autora

Z tabulky 22 je zřejmé, že nejvyššího ocenění vlastního kapitálu bylo dosaženo metodou DCF entity. Naopak nejnižší hodnotu vykazuje metoda kapitalizovaných čistých výnosů, které na rozdíl od metody DCF entity nepředpokládá růstové možnosti podniku do budoucna. Měří výnosový potenciál v existujícím v podniku k 1. 1. 2011. Tato hodnota tedy by mohla znamenat dolní limit výsledného výnosového ocenění. U DCF entity používáme vážené průměrné náklady kapitálu nezadlužené firmy $WACC_U$, které jsou následně přepočteny na náklady kapitálu zadlužené firmy $WACC_L$. Těchto nákladů kapitálu jsme využili i při výpočtu druhé metody.

Finanční analýza podniku Isotra, a.s. vykazovala značně pozitivní trend. Bonitní a bankrotní modely prokázaly, že Isotra, a.s. i v budoucnu by mohla prosperovat. Finanční zdraví podniku je na velice dobré úrovni a pro banky je velmi důvěryhodným partnerem. Lze tedy předpokládat, že společnost se bude více rozvíjet a její výsledek

hospodaření, výnosy, výkony a také finanční ukazatele se budou rok od roku zlepšovat. Domnívám se, že pro stanovený účel zjištění hodnoty společnosti Isotra, a.s., tedy ocenění podniku a stanovení současné reálné bonity jako informaci pro vedení společnosti, bude asi nejvhodnější použít hodnotu podniku stanovenou na základě propočtu metodou DCF entity, která činí 851 679 000 Kč.

4 Návrhy a doporučení

Stanovení hodnoty výrobního podniku Isotra, a.s. k 1. lednu 2011 bylo založeno jednak na účetních výkazech této společnosti z let 2006 – 2010 a také na finančním plánu, který byl vytvořen pro nadcházející období let 2011 – 2015. V rámci sledovaného období 2006 – 2010 se výkazy analyzovaly na základě ukazatelů stavových, poměrových a také bonitními a bankrotními modely. Pro stanovení hodnoty podniku byla použita jako hlavní metoda DCF entity, která vycházela z finančního plánu. Pro porovnání výsledných hodnot byla použita metoda kapitalizovaných čistých zisků, která vychází z historických dat.

Z uvedených analýz vyplynulo, že se celková aktiva v každém roku navyšují. Konkrétně se navyšuje jak dlouhodobý, tak oběžný majetek, což hodnotím za pozitivní jev. Za negativum však považuji to, že s růstem oběžného majetku se navyšují krátkodobé pohledávky, u kterých je doba inkasování delší než doba úhrady krátkodobých závazků kromě roku 2010, kdy je tomu naopak. V tomto případě bych navrhl lepší vymáhání pohledávek či externího poradce, který by navrhl, jak tento problém změnit nebo sjednání výhodnějších podmínek pro splácení pohledávek odběrateli. Myslím si, že toto navyšování pohledávek a prodlužování inkasa pohledávek se může v budoucnu negativně promítnout na likviditě společnosti. V důsledku to znamená, že Isotra a.s. vyplácí peněžní prostředky v kratších intervalech. Výše uvedený problém, že v letech 2006 – 2009 je doba úhrady pohledávek delší než doba úhrady krátkodobých závazků, způsobí, že Isotra a.s. v období po úhradě svých závazků do doby inkasa pohledávek je ztrátová ve svých peněžních prostředcích.

Za negativní trend považuji také převyšování vlastního kapitálu cizím kapitálem v každém roce. Tento jev byl způsoben zejména bankovními úvěry. Podnik je tedy velmi zadlužený. Pozitivní je však to, že Isotra a.s. své úvěry a úroky pravidelně splácí ve stanovených splátkách, a tudíž ji nevznikají žádné penále a nenavyšují se tímto způsobem výdaje. V tomto vidím velkou výhodu, protože Isotra a.s. se stává pro bankovní instituce bonitním a důvěryhodným partnerem. Společnosti Isotra a.s. bych tedy doporučil pokračovat tímto směrem, jelikož tak může rozšiřovat svoji působnost a zvýšit tak svou hodnotu. Management společnosti musí vždy pečlivě uvážit všechna

rizika, která z uvedeného vyplývají, aby byla v budoucnosti schopna splácet úvěr. Z analýzy rozvahy také vidíme velmi pozitivní trend v podobě navyšování hospodářského výsledku běžného účetního období. Vyjma roku 2007, kdy Isotra a.s. byla ztrátová z důsledku tvorby rezerv na opravy, navýšil se její zisk v každém roce, oproti předcházejícímu, mnohonásobně.

Při analýze výkazu zisku a ztráty si všimneme toho, že výkonová spotřeba, osobní náklady, daně a poplatky a ostatní finanční náklady se v každém roce navýšily. Můžeme říct, že samo o sobě je to negativní jev. Je třeba si však uvědomit, že firma začala více vyrábět, zvýšily se ji tak výkony, musela tudíž přijmout nové zaměstnance a navýšila tak stavy zaměstnanců. Z uvedeného tedy vyplývá, že s růstem výkonů se navyšuje výkonová spotřeba. S větším počtem zaměstnanců se navyšují mzdy a také společnost musí za ně odvézt absolutně vyšší sociální a zdravotní pojištění. Dále musíme brát v potaz, že v každém roce se navyšuje zisk a z toho se musí automaticky odvádět absolutně vyšší daň. Společnost by měla usilovat o snížení nákladů. Je však důležité, aby náklady byly přiměřené výkonům, ale nesmí se to následně projevit ve zhoršení kvality výrobků.

Isotra, a.s. má pro pokračování ve své podnikatelské činnosti značný potenciál. Ve společnosti převládají silné stránky a příležitosti nad slabými stránkami a ohroženími. Podnik má silné konkurenční postavení na trhu stínící techniky a eurooken, její výrobky dosahují výborné kvality a hlavně disponuje velkým technickým know-how. Tyto silné stránky by si měla společnost za každých okolností udržet nebo ještě lépe si je zvyšovat, aby mohla tak navýšit ohodnocení své společnosti ve formě vyšších tržeb či hospodářských výsledků. Podle přecházejícího vývoje daně z příjmů právnických osob předpokládáme, že daň bude nadále klesat nebo se udrží na současných 19%, což značně ovlivňuje výši hospodářského výsledku, a tudíž její hodnotu.

Kromě již výše zmíněného externího poradce, který by navrhl, jak snížit dobu úhrady pohledávek, bych společnosti doporučil poradce v oblasti finančního plánování, který by mohl zmírnit vysoké úvěrové zatížení.

Zvýšení stávající hodnoty společnosti Isotra, a.s. by mohlo také pomoci zaměření

se na další segment výroby, který není tak vzdálený od stávajícího sortimentu a může přinést rozšíření trhu. Jednoznačnou konkurenční výhodou pro podnik je rovněž možnost čerpání dotací z programu Zelená úsporám a Panel z hlediska zákazníků. Tyto programy jsou prozatím od konce října 2010 uzavřené, ale předpokládá se do budoucna jejich znovuotevření. Společnost tuto výhodu může zúročit v podobě poradenství těmto zákazníkům a následné realizaci projektu. Tímto se může společnost odlišit od zahraničních konkurenčních firem, které v posledních letech expandují na tuzemský trh. Těmito opatřeními si myslím, že by se hodnota firmy mohla navýšit, nebo minimálně zůstat na stejné úrovni.

5 Závěr

Hlavním cílem této diplomové práce bylo stanovení hodnoty výrobního podniku Isotra, a.s. pomocí vybraných metod k 1. lednu 2011. Podcíle práce byly provedení finanční analýzy podniku Isotra, a.s., provedení vybraných metod oceňování této společnosti, dále na základě vyhodnocení ukazatelů a metod stanovit hodnotu podniku, sdělit výslednou hodnotu managementu podniku a navrhnout případná doporučení.

Ocenění společnosti není snadným úkolem, jelikož je zapotřebí velké množství informací o trhu a především o konkurenci. Hledání relevantních informací o trhu a odvětví bylo velmi složité najít, jelikož webové stránky ministerstva průmyslu a obchodu jsou složitě koncipovány, nebo chyběla úplná absence potřebných dat. Strategická analýza byla tudíž poměrně náročná.

Finanční analýza podniku patřila k těm méně náročným, jelikož se vycházelo pouze z účetních výkazů, které společnost poskytl.

Pro stanovení hodnoty podniku byla zvolena výnosová metoda DCF entity, která používá diskontní míru stanovenou pomocí WACC. Náklady kapitálu byly vypočteny stovebnicovou metodou. DCF equity byla zamítnuta pro velmi obtížné zjištění nákladů vlastního kapitálu. Základním vodítkem k určení hodnoty společnosti bylo sestavení finančního plánu na dalších pět let. Vycházelo se přitom z hospodaření firmy za rok 2010, který se jevil jako optimální ve srovnání s předešlými roky. Ačkoli během sledovaných pěti let docházelo k růstu tržeb přibližně o více než 10%, nepočítá se do budoucna s takto pozitivním vývojem a také nechceme nadhodnotit hodnotu společnosti. Byl proto zvolen strážlivější odhad růstu tržeb ve výši 2,5%.

Samotné ocenění společnosti vycházelo z finančního plánu a bylo provedeno dvoufázovou metodou diskontovaných peněžních toků. Úskalím této podkapitoly bylo zjištění jednotlivých rizikových přírážek a odhad jejich vývoje do budoucna. Přes takto zjištěné rizikové přírážky se vypočetly náklady na kapitál firmy nezadlužené a zadlužené a pak už nebylo obtížné určit celkovou hodnotu společnosti Isotra, a.s. Společnost Isotra, a.s. byla oceněna k 1. lednu 2011 na hodnotu **851 679 000 Kč**.

Seznam použité literatury

- 1) DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku: Analýza, Investování, Oceňování, Riziko, Flexibilita*. 1. Vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2006. 192 s. ISBN 80-86119-58-0.
- 2) GRÜNWALD, R. *Finanční analýza - metody a využití*. 1. vyd. Praha: VOX Consult, 1995. 81 s.
- 3) GRÜNWALD R.; HOLEČKOVÁ, J. *Finanční analýza a plánování podniku*. Vysoká škola ekonomická v Praze, 1999. 197 s. ISBN 80-7079-587-5.
- 4) KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001, 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
- 5) KISLINGEROVÁ, E; HNILICA, J. *Finanční analýza krok za krokem*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2005. 137 s. ISBN 80-7179-321-3.
- 6) KOLÁŘ, P.; MRKVIČKA, J. *Finanční analýza*. 2. vyd. Praha: Aspi, 2006. 228 s. ISBN 80-7357-219-2.
- 7) KOVANICOVÁ, D.; KOVANIC, P. *Poklady skryté v účetnictví*. Díl 2, Finanční analýza účetních výkazů [Kovanicová, 2. vyd., 1995], 2. aktualiz. vyd.. Praha: Polygon, 1995. s. 218-498. ISBN 80-85967-07-3.
- 8) MARINIČ, P. *Finanční analýza a finanční plánování ve firemní praxi*. 1. vyd. - Praha: Oeconomica, 2008. 191 s. ISBN 978-80-245-1397-3.
- 9) MAŘÍK, M. A KOL. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2007, 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.
- 10) MYERS, B. *Principles of corporate finance*. 7th Edition. New York : The McGraw-Hill Companies, 2003. 1006 s. ISBN 0-07-246766-5.

Internetové zdroje

www.ekonom.ihned.cz/2010,
www.akcie.cz,
www.aktualne.cz,
www.czso.cz,

www.finance.cz,
www.isotra.cz,
www.mesec.cz,
www.mpo.cz.

Seznam zkratek

CF	cash flow, výkaz peněžních toků
Dlouh.	dlouhodobý
DHM	dlouhodobý hmotný majetek
DM	dlouhodobý majetek
DNM	dlouhodobý nehmotný majetek
EAT	čistý zisk
EBIT	zisk před úroky a daněmi
FCFE	volné peněžní toky pro vlastníky
FCFF	volné peněžní toky pro vlastníky i pro věřitele
KCP	krátkodobé cenné papíry
OA	oběžná aktiva
Prac. kap.	pracovní kapitál
ROA	rentabilita aktiv
ROE	rentabilita vlastního kapitálu
ROS	rentabilita tržeb
UZ	úplatné zdroje
VH	výsledek hospodaření
VHBÚO	výsledek hospodaření běžného účetního období
VHMO	výsledek hospodaření minulého období
VK	vlastní kapitál
VZZ	výkaz zisku a ztráty
WACC	průměrné náklady kapitálu
ZK	základní kapitál

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byl seznámen s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst.3);
- souhlasím s tím, že jeden výtisk diplomové práce bude uložen v Ústřední knihovně VŠB-TUO k prezenčnímu nahlédnutí a jeden výtisk bude uložen u vedoucího bakalářské práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne.....

.....
Jméno a příjmení studenta

Adresa trvalého pobytu studenta:

.....

Seznam příloh

Příloha č. 1: Rozvaha, strana aktiv, společnosti Isotra, a.s. (v celých tisících Kč)

Příloha č. 2: Rozvaha, strana pasiv, společnosti Isotra, a.s. (v celých tisících Kč)

Příloha č. 3: Výkaz zisků a ztráty společnosti Isotra, a.s. (v celých tisících Kč)

Příloha č. 4: Cash flow společnosti Isotra, a.s. (v celých tisících Kč.)

Příloha č. 5: Podrobné výpočty FCF

Příloha č. 6: Tři základní tvary modelů výpočtu hodnoty podniku

Příloha č. 7: Úprava výkazů pro potřeby výpočtů ocenění hodnoty podniku podle metod DCF

Příloha č. 8: Přehled základních ukazatelů společnosti Isotra, a.s.

Příloha č. 1: Rozvaha, strana aktiv, společnosti Isotra, a.s. (v celých tisících Kč)

		2006	2007	2008	2009	2010
	Aktiva celkem	148267	164655	195270	231478	289255
A	Pohledávky za upsaný základní kapitál	0	0	0	0	0
B	Dlouhodobý majetek	75364	79892	89516	93483	101020
<i>B.I</i>	<i>Dlouhodobý nehmotný majetek</i>	<i>971</i>	<i>1300</i>	<i>1095</i>	<i>4823</i>	<i>6883</i>
B.I 1	Zřizovací výdaje	0	0	0	0	0
B.I 2	Nehmotné výsledky výzkumné a činnosti	0	0	0	0	0
B.I 3	Software	716	1300	776	1505	6780
B.I 4	Ocenitelná práva	0	0	0	0	0
B.I 7	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	255	0	319	3318	103
<i>B.II</i>	<i>Dlouhodobý hmotný majetek</i>	<i>74393</i>	<i>78592</i>	<i>88421</i>	<i>88619</i>	<i>84062</i>
B.II 1	Pozemky	5077	5077	5077	5019	4926
B.II 2	Stavby	40893	43512	46815	40845	37086
B.II 3	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	14811	21813	30702	39802	40615
B.II 6	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0	0
B.II 7	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	8612	8190	5827	2953	1436
B.II 8	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	5000	0	0	0	0
B.II 9	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	0	0	0	0	0
<i>B.III</i>	<i>Dlouhodobý finanční majetek</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>41</i>	<i>10075</i>
B.III 1	Podíly v ovládaných a řízených osobách	0	0	0	41	10075
B.III 3	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0
C	Oběžná aktiva	71155	79954	100511	133294	183700
<i>C.I</i>	<i>Zásoby</i>	<i>30298</i>	<i>46668</i>	<i>47005</i>	<i>63102</i>	<i>80923</i>
C.I 1	Materiál	29720	43853	42950	51336	54163
C.I 2	Nedokončená výroba a polotovary	542	2791	4032	6202	18782
C.I 3	Výrobky	0	3	1	5564	7855
C.I 5	Zboží	36	21	22	0	122
<i>C.II</i>	<i>Dlouhodobé pohledávky</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>14</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
C.II 1	Pohledávky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0
C.II.7	Jiné pohledávky	0	0	0	0	0
C.II.8	Odložená daňová pohledávka	0	0	0	0	0
<i>C.III</i>	<i>Krátkodobé pohledávky</i>	<i>28845</i>	<i>29046</i>	<i>50374</i>	<i>64875</i>	<i>92914</i>
C.III 1	Pohledávky z obchodních vztahů	24186	24658	50311	58963	87263
C.III 2	Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami	0	0	0	2701	0
C.III 4	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	0	0	0	0	0
C.III 6	Stát - daňové pohledávky	4654	4385	37	67	0
C.III 7	Krátkodobé poskytnuté zálohy	0	0	0	1347	2579
C.III.8	Dohadné účty aktivní	5	0	0	4	15
C.III.9	Jiné pohledávky	0	3	26	1793	3057

C.IV	<i>Krátkodobý finanční majetek</i>	12012	4240	3118	5317	9863
C.IV 1	Peníze	4884	2729	710	1513	651
C.IV 2	Účty v bankách	7128	1511	2408	3804	9212
C.IV.3	Krátkodobé cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0
D.I	<i>Časové rozlišení</i>	1748	4809	5243	4702	4536
D.I 1	Náklady příštích období	1558	4789	4975	4182	4076
D.I 2	Komplexní náklady příštích období	0	0	0	0	0
D.I 3	Příjmy příštích období	190	20	268	520	460

Zdroj: firma Isotra, a.s. vlastní úprava autora

Příloha č. 2: Rozvaha, strana pasiv, společnosti Isotra, a.s. (v celých tisících Kč)

		2006	2007	2008	2009	2010
	Pasiva celkem	148267	164655	195270	231478	289255
A	Vlastní kapitál	32048	31253	62720	98989	110836
A.I	<i>Základní kapitál</i>	3000	3000	3000	3000	3000
A.I 1	Základní kapitál	3000	3000	3000	3000	3000
A.II	<i>Kapitálové fondy</i>	0	0	0	0	-22146
A.II 2	Ostatní kapitálové fondy	0	0	0	0	0
A.II 3	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	0	0	0	0	-22146
A.III	<i>Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku</i>	300	300	300	300	300
A.III 1	Zákonný rezervní fond/Nedělitelný fond	300	300	300	300	300
A.III 2	Statutární a ostatní fondy	0	0	0	0	0
A.IV	<i>Výsledek hospodaření z minulých let</i>	14249	28748	27954	59419	95689
A.IV 1	Nerozdělený zisk minulých let	14249	28748	27954	59419	95689
A.IV 2	Neuhrazená ztráta minulých let	0	0	0	0	0
A.V	<i>Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)</i>	14499	-795	31466	36270	33992
B	Cizí zdroje	116114	133095	131277	132395	178335
B.I	<i>Rezervy</i>	34524	66426	44024	22496	20267
B.I 1	Rezervy podle zvláštních právních předpisů	34503	66405	42550	22496	20267
B.I.4	Ostatní rezervy	21	21	1474	0	0
B.II	<i>Dlouhodobé závazky</i>	0	0	0	2932	3597
B.II 1	Závazky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0
B.II 3	Závazky k účetním jednotkám pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0
B.II 5	Dlouhodobé přijaté zálohy	0	0	0	0	0
B.II.10	Odložený daňový závazek	0	0	0	2932	2957
B.III	<i>Krátkodobé závazky</i>	28172	21419	44126	57129	99271
B.III 1	Závazky z obchodních vztahů	12400	12725	23935	35881	45906
B.III 3	Závazky k účetním jednotkám pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0
B.III.4	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	3905	2757	2557	3205	33973
B.III 5	Závazky k zaměstnancům	62	38	20	47	16
B.III 6	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	1419	1585	2269	3061	3908
B.III 7	Stát - daňové závazky a dotace	7732	1069	10734	7649	4483
B.III 8	Krátkodobé přijaté zálohy	0	0	200	970	2949
B.III.10	Dohadné účty pasivní	0	0	3	507	594
B.III.11	Jiné závazky	2654	3245	4408	5808	7442
B.IV	<i>Bankovní úvěry a výpomoci</i>	53418	45250	43127	49838	55201
B.IV 1	Bankovní úvěry dlouhodobé	39355	35952	30115	24703	20152
B.IV 2	Krátkodobé bankovní úvěry	13000	8351	12000	24125	34000
B.IV.3	Krátkodobé finanční výpomoci	1063	947	1012	1010	1049

C.I	Časové rozlišení	105	307	1273	94	84
C.I.1	Výdaje příštích období	51	225	1257	94	84
C.I.2	Výnosy příštích období	54	82	16	0	0

Zdroj: firma Isotra, a.s., vlastní úprava autora

Příloha č. 3: Výkaz zisků a ztráty společnosti Isotra, a.s. (v celých tisících Kč)

		2006	2007	2008	2009	2010
I	Tržby za prodej zboží	317	146	1598	1	4919
A	Náklady vynaložené na prodej zboží	99	33	1253	2	3763
+	Obchodní marže	218	113	345	-2	1156
II	Výkony	214874	228897	283592	404062	445086
II. 1	Tržby za prodej vl. výrobků a služeb	195367	217713	282028	383137	422211
II. 2	Změna stavu vnitrop. zásob vl. výroby	111	2244	-5954	276	17425
II. 3	Aktivace	19396	8940	7518	20649	5450
B	Výkonová spotřeba	112826	118197	167090	249750	258646
B. 1	Spotřeba materiálu a energie	91116	89931	130767	209554	209594
B. 2	Služby	21710	28266	36323	40196	49052
+	Přidaná hodnota	102266	110813	116847	154310	187596
C	Osobní náklady	45878	61962	81199	105715	139200
C. 1	Mzdové náklady	34073	45867	60164	78409	103038
C. 3	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	11685	15813	20710	26983	35354
C. 4	Sociální náklady	120	282	325	323	448
D	Daně a poplatky	117	2194	325	726	622
E	Odpisy investičního majetku	9808	16001	14301	13246	17411
III	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	2443	4065	1090	8989	81884
III. 1	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	2443	4065	1090	8274	7910
III. 2	Tržby z prodeje materiálu	0	0	0	715	73974
F	Zůstatková cena prodaného dlouh. majetku a materiálu	2329	3816	0	5377	61846
F.1	Zůstatková cena prodaného dlouh. majetku	2329	3816	0	5377	5392
F.2	Prodaný materiál	0	0	0	0	56454
G	Změna stavu rezerv a opravných položek	23916	30219	-22605	-15615	577
IV.	Ostatní provozní výnosy	1239	4781	5185	6195	8365
H	Ostatní provozní náklady	1356	2452	1411	5251	4592
*	Provozní výsledek hospodaření	22468	3015	48491	54795	53598
VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0
VIII.	Výnosy z krátkodobého finančního majetku	0	0	0	0	0
IX.	Výnosy z přecenění CP a derivátů	0	0	0	0	0
L.	Náklady z přecenění CP a derivátů	0	0	0	0	0
M.	Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti	0	0	0	0	0
X.	Výnosové úroky	27	26	-1	15	22
N.	Nákladové úroky	838	2582	2346	2386	2983
XI.	Ostatní finanční výnosy	860	869	1076	746	990
O	Ostatní finanční náklady	1600	1911	3360	3801	5328
*	Finanční výsledek hospodaření	-1551	-3598	-4631	-5426	-7300
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	6721	0	12057	12764	12179
Q1.	splatná	6786	0	10605	11306	11514

Q2.	odložená	-65	0	1452	1458	665
**	Výsledek z hospodaření za běžnou činnost	14196	-583	31803	36605	34119
XIII.	Mimořádné výnosy	303	240	21	239	1
R.	Mimořádné náklady	0	351	358	574	129
S.	Daň z příjmů z mimořádné činnosti	0	101	0	0	0
S1.	splatná	0	101	0	0	0
S2.	odložená	0	0	0	0	0
*	Mimořádný výsledek hospodaření	303	-212	-337	-335	-128
***	Výsledek hospodaření za účetní jednotku	14499	-795	31466	36270	33992
	Výsledek hospodaření před zdaněním	21220	-694	43523	49034	46171

Zdroj: firma Isotra, a.s., vlastní úprava autora

Příloha č. 4: Cash flow společnosti Isotra, a.s. (v celých tisících Kč.)

	2006	2007	2008	2009	2010
Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na začátku účetního roku	3796	12012	4240	3118	5316
Účetní zisk nebo ztráta z běžné činnosti před zdaněním	20917	-583	43860	49369	46298
Úpravy o nepeněžní operace	33518	45857	-6158	-8808	15624
Odpisy stálých aktiv (s výjimkou zůstatkové ceny prodaných stálých aktiv)	9808	16001	14448	13246	17411
Změna stavu opravných položek a rezerv	22904	27384	-22069	-21528	-2230
Zisk nebo ztráta z prodeje stálých aktiv	-5	-84	-882	-2897	-2518
Vyúčtované nákladové úroky (+) (s výjimkou kapitalizovaných) a vyúčtované výnosové úroky (-)	811	2556	2345	2371	2961
Případné úpravy o ostatní nepeněžní operace (kurzové rozdíly)	0	0	0	0	0
Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním, změnami pracovního kapitálu a mimořádnými položkami	54435	45274	27684	40561	61922
Změny stavu nepeněžních složek pracovního kapitálu,	-12482	-18665	-10018	-11507	1803
Změny stavu pohledávek z provozní činnosti, aktivních účtů časového rozlišení	-7772	-2252	-22805	-13946	-27524
Změna stavu krátkodobých závazků z provozní činnosti, pasivních účtů časového rozlišení	7267	-42	13123	18535	47148
Změna stavu zásob	-11977	-16371	-336	-16097	-17821
Změna stavu krátkodobého finančního majetku nespádajícího do peněžních prostředků a ekvivalentů	0	0	0	0	0
Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním a mimořádnými položkami	41953	26609	24042	29054	63725
Vyplacené úroky s výjimkou kapitalizovaných úroků	-838	-2582	-2346	-2386	-2983
Přijaté úroky	27	26	1	15	22
Zaplacená daň z příjmů za běžnou činnost a za doměrky daně za minulá období	-7866	-7468	-960	-12764	-12179
Příjmy a výdaje spojené s mimořádnými účetními případy, které tvoří mimořádný HV včetně uhrazené splatné daně z příjmů z mimořádné činnosti	303	-113	-337	-335	-128
Přijaté dividendy a podíly na zisku	0	0	0	0	0
Čistý peněžní tok z provozní činnosti	33579	16472	24042	13584	48457
Výdaje spojené s nabytím stálých aktiv	64577	-19981	-26274	-17213	-24948
Příjmy z prodeje stálých aktiv	2334	3900	882	2897	2518
Půjčky a úvěry spřízněným osobám (přijaté úroky)	0	0	0	0	0
Čistý peněžní tok vztahující se k investiční činnosti	-62243	-16081	-25392	-14316	-22430
Dopady změn dlouhodobých závazků popř. takových krátkodobých závazků, které spadají do oblasti finanční činnosti na peněžní prostředky a ekvivalenty	36880	-8169	228	2932	664
Dopady změn vlastního kapitálu na peněžní prostředky a ekvivalenty	0	0	0	0	-22145
Zvýšení peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů z titulu zvýšení základního kapitálu, emisního ážia, event. rezervního fondu	0	0	0	0	0
Vyplacené dividendy nebo podíly na zisku včetně zaplacené srážkové daně vztahující se k těmto nárokům včetně finančního vypořádání se společníky VOS a komplementáři	0	0	0	0	0
Čistý peněžní tok vztahující se k finanční činnosti	36880	8169	228	2932	-21481
Čisté zvýšení, resp. snížení peněžních prostředků	8216	-7778	-1122	2200	4547
Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na konci období	12012	4240	3118	5318	9863

Zdroj: firma Isotra, a.s., vlastní úprava autora

Příloha č. 5: Podrobné výpočty FCF

Tab. 23: Postup výpočtu peněžního toku do firmy - FCFF (free cash flow to the firm)

Tržby	
(-) Náklady (bez nákladových úroků)	
(=) Čistý peněžní příjem z operací	EBIT _t
(-) Daně	EBIT _t * (T)
(=) EBIT po zdanění	EBIT _t * (1 - T)
(+) Odpisy	ODP _t
(=) Cash flow z operací	EBIT _t * (1 - T) + ODP _t
(-) Δ pracovního kapitálu	Δ WC _t
(-) Investice (trvalé kapitálové výdaje)	INV _t
(=) Free cash flow to the firm	EBIT _t * (1 - T) + ODP _t - Δ WC _t - INV _t

Zdroj: Kislingerová, 1999

Tab. 24: Postup výpočtu peněžního toku do vlastního kapitálu - FCFE (free cash flow to the equity)

EBIT	EBIT _t
(-) Úroky	I _t
(=) Zisk před zdaněním	EBT _t
(-) Daně	EBT _t * (T)
(=) Čistý zisk	ČZ _t
(+) Odpisy	ODP _t
(-) Δ pracovního kapitálu	Δ WC _t
(-) Investice	INV _t
(-) Splátky úvěru	SPL _t
(=) Cash flow pro akcionáře	ČZ _t + ODP _t - Δ WC _t - INV _t - SPL _t

Zdroj: Kislingerová, 1999

Příloha č. 6: Tři základní tvary modelů výpočtu hodnoty podniku

Hodnota podniku celkem pomocí obecného výrazu:

$$H_b = \sum_{t=1}^n FCF_t \times (1 + i_k)^{-t}$$

kde:

H_b = hodnota podniku celkem,

FCF_t = volné cash flow v roce t ,

i_k = kalkulovaná úroková míra (tj. diskontní míra),

n = počet let předpokládané existence podniku.

Hodnota podniku podle dvoufázové metody:

$$H_b = \sum_{t=1}^T FCF_t \times (1 + i_k)^{-t} + \frac{PH}{(1 + i_k)^T}$$

kde:

H_b = hodnota podniku,

PH = pokračující hodnota,

i_k = kalkulovaná úroková míra na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu.

Pokračující hodnota (Gordonův vzorec)

$$PH \ T = \frac{FCF_{T+1}}{i_k - g}$$

kde:

$PH \ T$ = pokračující hodnota v čase T ,

T = poslední rok prognózovaného období,

i_k = průměrné náklady kapitálu = kalkulovaná úroková míra,

g = předpokládané tempo růstu volného peněžního toku během celé druhé fáze, tj.

do nekonečna,

FCF = volný peněžní tok.

Odhad volného CF pro rok $T + 1$

$$FCF_{T+1} = FCF_T \times (1 + g)$$

Pokračující hodnota (Parametrický vzorec)

$$PH = \frac{KPV_{T+1} \times \left(1 - \frac{g}{r_1}\right)}{i_k - g}$$

kde:

KPV_{T+1} = korigovaný provozní výsledek hospodaření po upravených daních v prvním roce po uplynutí období prognózy.

Výpočet čisté hodnoty podniku dle třífázové metody

$$H_n = \sum_{t=1}^{T_1} \frac{FCF_t}{(1 + i_k)^t} + \sum_{t=T_1+1}^{T_2} \frac{FCF_t}{(1 + i_k)^t} + \frac{FCF_{T_2+1}}{(1 + i_k)^{T_2} \times i_k}$$

kde:

FCF = volný peněžní tok,

i_k = diskontní úroková míra,

T_1 = počet let rychlého růstu,

T_2 = součet počtu let rychlého a zpomalujícího se růstu,

H_n = hodnota netto (tj. hodnota vlastního kapitálu).

Příloha č. 7: Úprava výkazů pro potřeby výpočtů ocenění hodnoty podniku podle metod DCF.

a) hlavní činnost - výnosy a náklady spojené s provozním majetkem (v tisících Kč)

Položka	2006	2007	2008	2009	2010
Tržby za prodej zboží	317	146	1598	1	4919
Náklady vynaložené na prodané zboží	99	33	1253	2	3763
Obchodní marže	218	113	345	-2	1156
Výkonová spotřeba	112826	118197	167090	249750	258646
Přidaná hodnota	102266	110813	116847	154310	187596
Osobní náklady	45878	61962	81199	105715	139200
Daně a poplatky	117	2194	325	726	622
Odpisy	9808	16001	14301	13246	17411
Ostatní provozní položky (změna rezerv)	0	0	0	0	0
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	46463	30656	21022	34623	30363

b) náklady na cizí kapitál

položka	2006	2007	2008	2009	2010
Nákladové úroky	838	2582	2346	2386	2983

c) Vedlejší činnost - náklady a výnosy spojené s neprovozním majetkem

Položka	2006	2007	2008	2009	2010
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0
Výnosové úroky	27	26	-1	15	22
Výsledek hospodaření z neprovozního majetku	27	26	-1	15	22

d) Celkový výsledek hospodaření

Položka	2006	2007	2008	2009	2010
Mimořádný výsledek hospodaření před daní	303	-212	-337	-335	-128
Celkový výsledek hospodaření před daní	21220	-694	43523	49034	46171
Daň	6721	101	12057	12764	12179
Výsledek hospodaření za účetní období po dani	14499	-795	31466	36270	33992

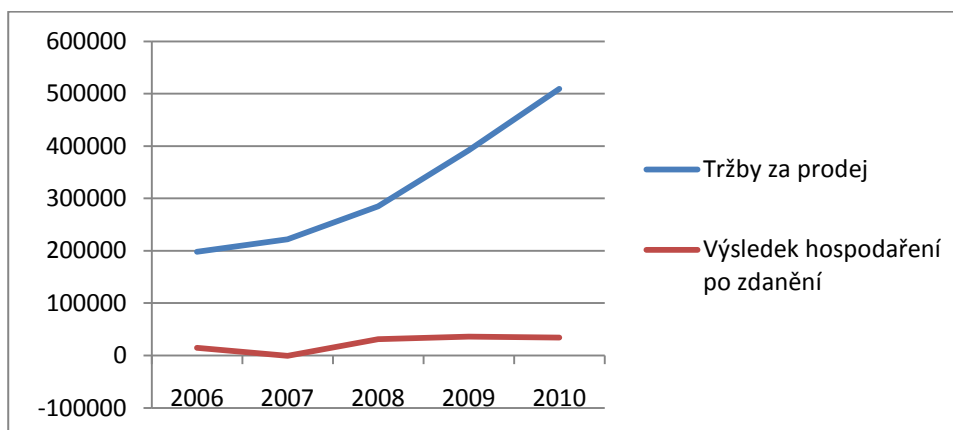
Zdroj: vlastní úprava autora

Tab. 25: Přehled základních ukazatelů Isotra, a.s. (tis. Kč)

Ukazatel	2006	2007	2008	2009	2010
Dlouhodobý majetek	75364	79892	89516	93483	101020
Oběžná aktiva	71155	79954	100511	133294	183700
Vlastní kapitál	32048	31253	62720	98989	110836
Cizí zdroje	116114	133095	131277	132395	178335
Zásoby	30298	46668	47005	63102	80923
Pohledávky	28845	29046	50388	64875	92914
Závazky	28172	21419	44126	60061	102868
Tržby za prodej	198127	221924	284716	392127	509014
Výsledek hospodaření po zdanění	14499	-795	31466	36270	33992

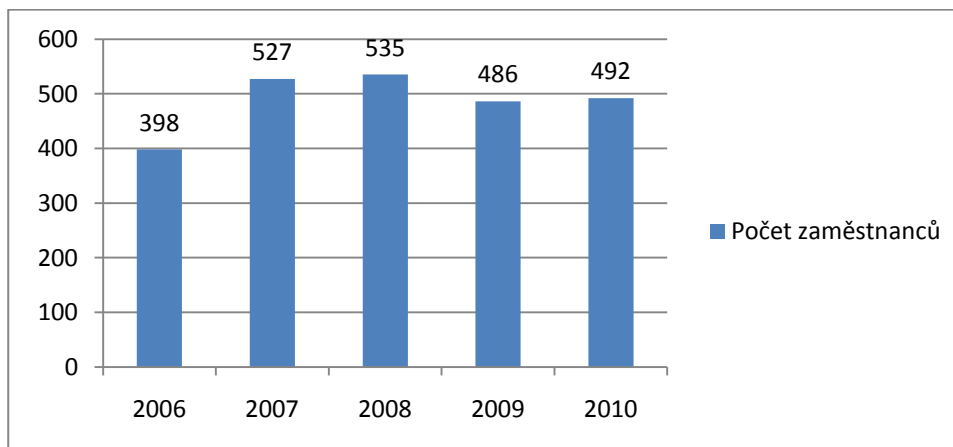
Zdroj: Isotra, a.s.

Graf 5: Tržby za prodej a výsledek hospodaření po zdanění (tis. Kč)



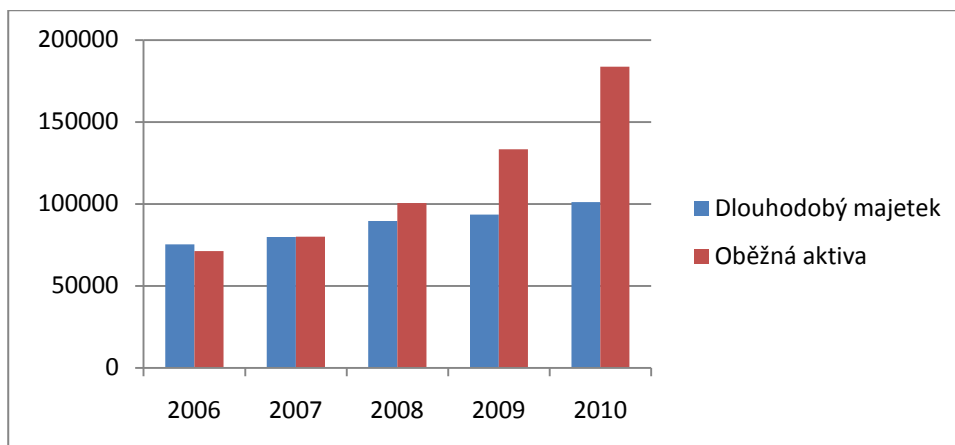
Zdroj: Isotra, a.s.

Graf 6: Vývoj zaměstnanosti v Isotra, a.s. v letech 2006 - 2010



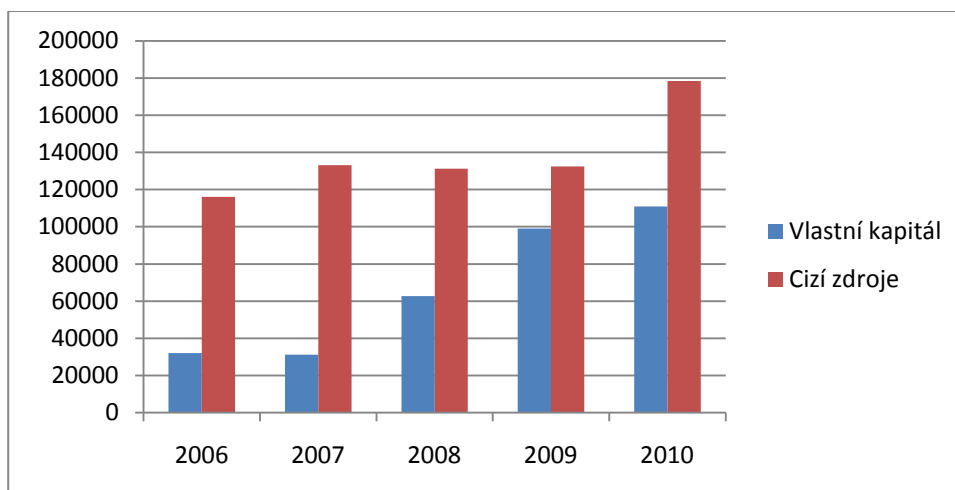
Zdroj: Isotra, a.s.

Graf 7: Vývoj dlouhodobého majetku a oběžných aktiv (tis. Kč)



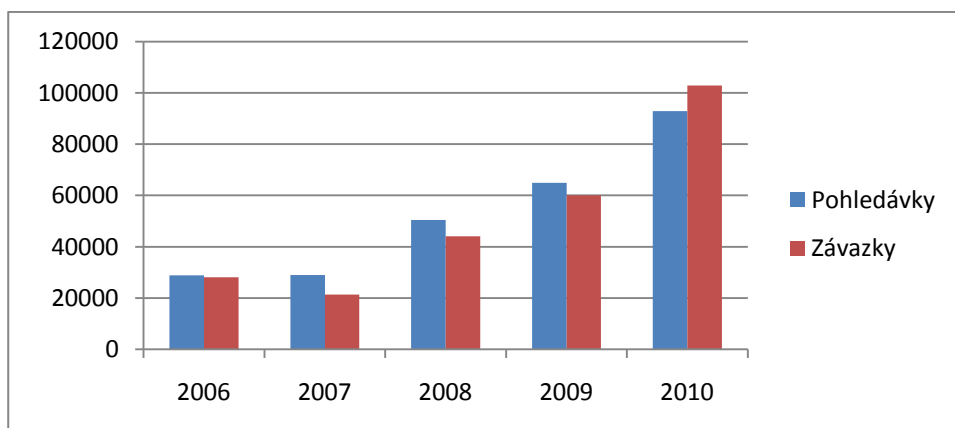
Zdroj: Isotra, a.s.

Graf 8: Vývoj vlastního kapitálu a cizích zdrojů (tis. Kč)



Zdroj: Isotra, a.s.

Graf 9: Vývoj zásob a pohledávek (tis. Kč)



Zdroj: Isotra, a.s.